Die Aktienkursbildung in Westdeutschland unter dem Einfluß steuerrechtlicher und aktienrechtlicher Maßnahmen

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Philosophie

vorgelegt der

Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel

1962

von

Jan Schmidt

von Itzehoe/Holstein - Deutschland

Die Aktienkursbildung in Westdeutschland unter dem Einfluss steuerrechtlicher und aktienrechtlicher Massnahmen

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Philosophie, vorgelegt der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel

UNIVERSITEITSBIBLIOTHEEK - LEIDEN -

von

Jan Schmidt

von Itzehoe/Holstein - Deutschland

Genehmigt von der Philosophisch-
Historischen Fakultät

auf Antrag der Herren

Prof. Dr. E. Salin und
Prof. Dr. H. Zimmermann

Basel, den 18. Juli 1962

Prof. Dr. G. Bombach
(Dekan)

Inhalt

Inhaltsverzeichnis I

Einleitung 1

1. Kapitel: Quantitative und qualitative Beschreibung des Untersuchungsgegenstandes: Die Aktienkursentwicklung an den westdeutschen Börsen 6

I. Die Währungsreform als Neubeginn der Entwicklung 6

Exkurs: Lastenausgleich 13

II. Die Neubewertungsphase 16

III. Die Konsolidierungsphase 19

IV. Die Spekulationsphase 26

2. Kapitel: Fundamentale Analyse der Aktienkurse 32

I. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften 34

1. Allgemeines 34

2. Die Entwicklung der Aktiengesellschaft nach der Zahl und der Kapitalausstattung 35

3. Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Investitionen 39

4. Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen 44

5. Abschreibungen und Investitionen in ihrem Verhältnis zueinander 47

6. Die Umsätze der Aktiengesellschaften 49

II. Die Wertpapierbörsen 54

1. Allgemeines 54

2. Grundsätzliches zur Kursbildung 56

a. Kostengesetz 56

b. Erwartungsprinzip 59

c. Börsenorganisation und Kursbildung 62

3. Börsenumsätze 64
Exkurs: Die Wertpapierbereinigung 64
a. Börsenumsätze in Zahlen 66
b. Börsenumsatz und Börsenkurs 68
c. Börsenumsatz und Streubesitz 70
d. Börsenumsatz und Kurswahrheit 73
4. Sozialisierungstendenzen an der Börse 74

III. Wirtschaftspolitik und Börsenkurs 75
1. Grundsätze 75
2. Wirtschaftspolitischer Hintergrund der Kursentwicklung 79
a. Die Wachstumsetappe 80
b. Die Konsolidierungsetappe 82
c. Die Kooperationsetappe 83
Exkurs: Wandlungen des Eigentumsbegriffes 84

IV. Kapitalmarktpolitik und Börsenkurs 88
1. Grundzüge der Kapitalmarktpolitik 88
2. Phasen der Kapitalmarktentwicklung 90
a. Investitionslenkung durch Kontrolle der Zinshöhe, der Emissionen und durch steuerliche Vergünstigungen (1948 - 1952) 91
b. Investitionslenkung durch steuerliche Zinssubventionen (1952 - 1955) 97
c. Vorsichtige Entwicklung zum freien Kapitalmarkt (ab 1955) 101
3. Die Entwicklung der Wertpapiermärkte und ihre Bedeutung für die Aktiengesellschaften im Rahmen der volkswirtschaftlichen Vermögens- und Ersparnisbildung 103
4. Strukturelle Veränderung der Kreditmärkte 113

V. Steuerpolitik und Börsenkurs 119
1. Grundsätze der Steuerpolitik 119
2. Auswirkungen steuerlicher Vorschriften auf den Jahresabschluss 124
3. Prinzip der Doppelbesteuerung und seine Auswirkungen auf die Börsenkurse 126
4. Kostenproblematik bei Aktienfinanzierung bzw. Anleihefinanzierung 131

VI. Notenbankpolitik und Börsenkurs 135

1. Veränderte volkswirtschaftliche Voraussetzungen 135

2. Verteuerung der Effektenkredite durch Diskontsatzveränderungen 140

3. Liquiditätsentzug durch Mindestreservenoperationen 143

4. Kursbeeinflussung durch Offen-Markt-Operationen 145

5. Phasen der Notenbankpolitik 147

3. Kapitel: Unternehmensgebundene Analyse der Aktienkurse 152

I. Der rechtliche Anteilscharakter der Aktie 152

II. Der wirtschaftliche Anteilscharakter der Aktie 157

4. Kapitel: Der Einfluss der Besitzkonzentration auf den Börsenkurs 161

I. Allgemeines zum Begriff Grossaktionär 161

1. Das Problem des relativen und absoluten Grossaktionärs 163

2. Die unmittelbaren Vorteile des Grossaktionärs 164

a. Die Bezüge der Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften 165

b. Die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften 167

c. Die absolute Höhe der Vorstands- und Aufsichtsratsbezüge 169

II. Grossaktionäre kraft Aktienbesitz 169

1. Zusammenfassung der Erhebungsergebnisse aus den Jahren 1957, 1959 und 1961 169

2. Die Entwicklung des Schachtelbesitzes 173

3. Die Entwicklung des Dauerbesitzes 177

a. Dauerbesitz der Öffentlichen Hand 178

b. Dauerbesitz des Auslandes 179

III. Grossaktionäre kraft (Verfügungs-) Macht 184

1. Grundsätzliches 184

a. Problemstellung und Erfassungsschwierigkeiten 184

b. Eigentumslose Verfügungsmacht 186

c. Aus Eigentum resultierende zusätzliche Verfügungsmacht 187

2. Hinweise auf Möglichkeiten zu einer quantitativen Erfassung der eigentumslosen Verfügungsmacht 193

a. Bei den Banken 193

b. Bei den Investmentgesellschaften 196

c. Bei den Aktionärsvereinen 198

IV. Aktienrechtliche Möglichkeiten der Kursbeeinflussung 200

1. Das Problem der aktienrechtlichen Publizität 200

2. Das Problem des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes 202

3. Die Beeinflussung von Bilanzgewinn, Dividenten und Aktienkursen 206

a. durch Legung stiller Reserven 206

b. durch Unternehmensverträge 213

c. Wirkungen der Beeinflussung des Jahresabschlusses durch stille Reserven 214

4. Aufrechterhaltung und Erhöhung der Verfügungsmacht und des Verwaltungseinflusses durch die Wahl der Finanzierungsart 215

a. Eigenkapitalerhöhung und Ausschluss des Bezugsrechtes 215

b. Das Problem des Emissionskurses 217

5. Kapitel: Der Einfluss des Umwandlungssteuergesetzes auf das Verhalten bestimmter Grossaktionäre 218

I. Voraussetzungen und Ziel des Umwandlungssteuergesetzes 218

II. Unbeabsichtigte Nebenwirkungen 220

III. Steuerliche Vorteile für den Grossaktionär bei der Umwandlung 222

Zusammenfassung 224

Verzeichnis der Tabellen 228

Verzeichnis der Graphiken 229

Literaturverzeichnis 230

Verzeichnis der Abkürzungen

Ich war immer Praktiker genug, um mich
vor den Folgen meiner Einflusslosigkeit
an der Börse zu sichern.

Albert Hahn
Professor der National-
ökonomie und Bankier

Aufgelesen in "Die Welt" vom 2.12.1961, Nr. 281

Kleinoffset-Druck Heinrich Möller Söhne G.m.b.H. Rendsburg
Juli 1964

Einleitung

Eine zum Teil in der Kleinen Aktienrechtsreform[1] vom Dezember 1959 durchgeführte, insgesamt aber noch ausstehende Reform des Aktienrechts als das juristische Grundproblem und die Kapitalmarktsituation als das ökonomische, haben in den jahrelangen Diskussionen der Juristen auf der einen und der Oekonomen auf der anderen Seite offenkundig nur eine zeitliche Gemeinsamkeit. Eine Interdependenz, deren Spiegelung in den Aktienkursen an den westdeutschen Börsen zu suchen und nachzuweisen ist, ergab sich durch eine für Grossaktionäre gegebene Ausweichmöglichkeit vor den beiden genannten Problemen, das bis zum Ende des Jahres 1959 befristete Umwandlungssteuergesetz.

Sollte überhaupt eine Möglichkeit bestehen, die konträren Problemkreise unter dem genannten Gesichtspunkt - einer Widerspiegelung in den Aktienkursen - zu vereinigen, so ist nur die eine Ausgangsbasis gegeben, zunächst die Probleme des Aktienmarktes und seine besondere Stellung in der deutschen Nachkriegswirtschaft zu behandeln und dann die Konsequenzen zu ziehen, die sich daraus und aus dem Aktienrechtsproblem für Grossaktionäre ergeben. Mit der Darstellung des Umwandlungssteuergesetzes ist eine thematisch festgelegte Vereinigung zu versuchen.

Das Kapitalmarktproblem umschliesst einen Fragenkomplex, der wegen seiner Vielseitigkeit - da er im Mittelpunkt politischer, wirtschaftlicher und rechtlicher Bestrebungen liegt - und wegen seiner Vieldeutigkeit - da er zu den am wenigsten genau umrissenen Terminologien der National-

---

1) Unter der Kleinen Aktienrechtsreform sind die Veränderungen aus zwei Gesetzen zu verstehen: Die aktienrechtlichen Vorschriften sind im "Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung" vom 23.12.1959 zu finden (BG Bl I, Nr. 55 vom 30.12.1959).
Die steuerrechtlichen Vorschriften sind im "Gesetz über steuerrechtliche Massnahmen bei Erhöhung des Neukapitals aus Gesellschaftsmitteln und bei Ueberlassung von eigenen Aktien an Arbeitnehmer" vom 30.12.1959 enthalten (BG Bl I, Nr. 56 vom 31.12.1959); damit gehören zur Kleinen Aktienrechtsreform neben den Vorschriften für die Kapitalberichtigung auch die steuerlichen Erleichterungen für die Abgabe von Belegschaftsaktien.

ökonomie und der wirtschaftlichen Praxis gehört - noch keine einheitliche und in jeder Beziehung unmißverständliche Beantwortung gefunden hat.

Bei einer Beschränkung auf den organisierten Kapitalmarkt, den Effektenmarkt im allgemeinen und den hier in Frage stehenden Aktienmarkt im besonderen, ist es im Hinblick auf das Thema notwendig, den Aktienmarkt zunächst vom Kapitalmarkt her in einem gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang zu sehen.

Die Behandlung der objekt- und subjektbezogenen Bestimmungsfaktoren und die Darstellung der Aktienrechtsreform ergibt dann eine Einschränkung auf den Aktienmarkt, nicht aber in dem Sinne, daß es nur um eine reine Beschreibung der Reform geht - gestützt auf den Regierungsentwurf zur Neuordnung des Aktienrechts vom März 1960 -, sondern im besonderen die zu erwartenden Veränderungen des rechtlichen und darüber hinaus wirtschaftlichen Gehaltes der Aktie aufgezeichnet werden, wie sie sich aus dem Charakter der Aktie als Anteilspapier ergeben.

Diese inneren Veränderungen finden eine Objektivierung in der Kursgestaltung, die in den Nachkriegsjahren in hohem Grade subjektivistischen Ursprungs gewesen ist.[1] Die Zugrundelegung des genannten Regierungsentwurfes kann der Arbeit den Vorwurf der Ungenauigkeit eintragen; er ist aus zwei Gründen zurückzuweisen:

- die Befristung des Umwandlungssteuergesetzes auf den 31. Dezember 1959 weist schon vom Thema auf die zeitliche Begrenzung der Arbeit hin,

---

1) H. Wanner, Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, Diss. München 1956, S. 2.

- die oft angezweifelte "Eskomptierung"[1] künftiger Entwicklungen und Veränderungen der Wirtschaftslage in den Aktienkursbewegungen geschieht in dieser thematisch so gefassten Arbeit zu Recht, weil bei der Wahrnehmung einer "billigen" Umwandlungsmöglichkeit ein anderer Preis - welcher, wird noch zu zeigen sein - gezahlt wird, damit eine Aktiengesellschaft endgültig fremder Einflußnahme entzogen werden kann, wie sie mit etwaigen Reformen verstärkt zu befürchten wäre.

Die Behandlung des Umwandlungssteuergesetzes beschränkt den Kreis der Käufer und Verkäufer am Aktienmarkt auf die Großaktionäre. In dem von Hahn[2] beschriebenen Keynes'schen Sinn sind "die Börsenpreise das Ergebnis rein subjektiver Antizipationen; ja, er (Keynes) ist soweit gegangen, zu behaupten, daß diese Antizipationen noch nicht einmal die objektive Tatsache selbst, sondern die Antizipationen dieser Tatsachen beträfen - also die Subjektivität in der Potenz. Die allgemeine Meinung über das, was die allgemeine Meinung sein werde, sei die Basis der Börsenpreisbildung".

Mit Hahn ist der Auffassung beizupflichten, dass Keynes die für den langfristigen Anleger relevanten Ueberlegungen für typisch auf alle Marktsubjekte bezogen hat. Hahn begründet richtig[3], "es ist gegen seine Argumentation einzuwenden (die von Keynes), dass sie eine Vermengung von

---

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt - Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten, in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft Nr. 36, Berlin 1934, S. 11.
W. Prion, Die Kursbildung an der Wertpapierbörse, 2. Auflage, Berlin 1929, S. 149.
Beide sprechen von der "Divinationsgabe" der Börse, meinen jedoch mit Eskomptierung "eine sich dem seherischen Weitblick der Börse erschliessende, künftige Wirtschaftskonjunktur". Die gleichen Auffassungen finden sich bei A. Lansburg, Die Divinationsgabe der Börse, in: Die Bank, 1910, S. 211 ff. und H. Göppert, Börse und Publikum, Berlin 1930, S. 25.

2) L.A. Hahn, Wirtschaftswissenschaft des gesunden Menschenverstandes, Frankfurt 1954, S. 195.

zwei ganz verschiedenen Tatbeständen enthält: Die Anlage oder Spekulation auf kurze Sicht in einer für die Dauer geplanten Anlage und die Anlage oder Spekulation auf kurze Sicht in einer auf kurze Zeit geplanten Anlage."

Das Umwandlungssteuergesetz führt eine Beschränkung auf die Anlage in einer auf Dauer geplanten Anlage herbei und damit, wie zu zeigen sein wird, eine jetzt wirklich "potenzierte Subjektivität" in der Kursbildung. Sie soll darüber hinaus in einer sich immer mehr verstärkenden Konzentration und Reverflechtung innerhalb der Wirtschaft gezeigt werden.

Zur Bearbeitung der gesellten Aufgabe wird die Methode der Verdichtung gewählt. Zunächst sollen alle im Markt tätig gewordenen Preisbildungsmomente beschrieben werden: die objektbezogenen, die subjektbezogenen und die vom Markt ausgehenden übergelagerten Bestimmungsfaktoren, mit einer zugunsten des Marktes gesetzten Pointierung und einer in Richtung auf die Themenstellung verschobenen Schwerpunktverlagerung.

Der Weg, die Bestimmungsfaktoren zu beschreiben, ist die Betrachtungsweise einer historischen Dynamik.[1] Denn es ist die Aufgabe der ökonomischen Analyse, "den historischen Ablauf des Wirtschaftsprozesses zu erklären."[2] Allerdings nur soweit, dass man "nicht vergesse, dass Geschichtsschreibung um der Geschichtsschreibung willen nicht Aufgabe der Wirtschaftswissenschaft ist. Nur soweit aus der Analyse der Vergangenheit Erkenntnisse erwachsen, die für die Gestaltung der Zukunft relevant sind, hat es für den Oekonomen überhaupt Sinn, sich mit der Vergangenheit zu beschäftigen."[3]

Diese Aufgabe soll gelöst werden in Form einer statischen Analyse, bei der die Relationen der relevanten Variablen auf den Zeitpunkt bezogen werden, an dem die absolut beschriebenen Bestimmungsfaktoren gelten. Sie sind

---

1) R. Frisch, on the Notion of Equilibrium and Disequilibrium, in: Review of Economic Studies, Vol. III, 1935-1936
2) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie II 6., verbesserte Auflage, Tübingen 1960, S. 262.
3) ebenda, S. 263.

die stationären Phänomene dieser Statik; die evolutorischen Phänomene sind die durch das Umwandlungssteuergesetz und die Aktienrechtsreform gegebenen Relativierungsnotwendigkeiten.

Die zweite Aufgabe der ökonomischen Analyse ist es, zu klären, "wie sich der Ablauf des Wirtschaftsprozesses von einem gegebenen Zustand aus unter bestimmten Voraussetzungen gestalten wird."[1] Sie ist dynamisch, wird aber von der statischen Aufgabe einer Untersuchung innerhalb dieser Arbeit nicht geschieden; dynamisch insofern, um in der Schneiderschen Terminologie zu bleiben,[2] als der Zeitpunkt für die Auswirkungen des Umwandlungssteuergesetzes und der Aktienrechtsreform auf den Börsenkurs in den Erwartungen, die sich an die Einführung der Gesetze schliessen, vorverlegt wird.

Die sich daraus vielleicht ergebenden Hoffnungen auf eine prognostische Aussage der Arbeit werden nicht erfüllt. Es ist auch nicht der Sinn dieser Arbeit, den von anderen versuchsweise vorbeschrittenen Weg nachzugenen, zu einer Theorie der Börsenpreisbildung zu gelangen. Die gestellte Aufgabe ist vielmehr die, aus einer in die Breite gehenden Detailschilderung eines engen historischen Ausschnittes gesamthafte Erkenntnisse abzuleiten, die jedoch keinen Anspruch darauf erheben, bei den häufigen wirtschaftlichen Situationsänderungen allgemeingültig zu werden.

Dennoch soll es ihr Zweck sein, über den historischen Rahmen hinaus in den Diskussionen um die Börsenpreisbildung der Nachkriegszeit Hinweise zu geben und Grundsätze anzudeuten.

---

1) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, a.a.O., 2. Teil, S. 263.

2) ebenda. Hier wird an die Begriffsklärung im dritten Kapitel - Statik und Dynamik in der Wirtschaftstheorie - angeschlossen. S. 262 ff.

1. Kapitel: Quantitative und qualitative Beschreibung des Untersuchungsgegenstandes[1]: Die Aktienkursentwicklung an den westdeutschen Börsen

Der Wendepunkt in der Entwicklung des Aktienmarktes nach dem Kriege war die Währungsreform. Das Währungsgesetz, zusammen mit dem DM-Bilanzgesetz, dem Wertpapierbereinigungsgesetz und dem Lastenausgleich brachte die Grundlagen für einen Neubeginn der Börsentätigkeit.

Das Bild der Kursentwicklung, vom Tiefstand 1948 bis zum Höchststand im August 1959, ist gekennzeichnet durch eine kraftvolle, in drei Aufschwüngen erfolgte Aufwärtsbewegung.

Ohne die Ergebnisse der folgenden Kapitel vorwegzunehmen, können zunächst drei Entwicklungsphasen am Aktienmarkt in ihren Grundzügen herausgestellt werden.

I. Die Währungsreform als Neubeginn der Entwicklung

Das Währungsgesetz[2] vom 18. Juni 1948 war kein deutsches, sondern ein amerikanisch-, britisch-, französisches Gesetzeswerk, wobei der amerikanische Einfluß dominierte. Es bot die Möglichkeit, die Zwangswirtschaft aufzuheben, so daß "die Bundesrepublik samt ihrem Wirtschaftssystem aus der Geldordnung entstand, ... sie ist - in Umkehrung der staatlichen Geldtheorie - ein Geschöpf der D-Mark."[3]

Vor der Währungsreform beeinflußten zwei Faktoren maßgebend den Aktienmarkt: der Kursstopp für Wertpapiere und die Währungsverhältnisse.

---

1) Dazu sind die im Anhang angebrachten Tabellen für die Kursentwicklung heranzuziehen.
2) Erstes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens (Währungsgesetz), Wi. GBl. 1948, Beilage 5, S. 1.
3) K. Pritzkoleit, Das kommandierte Wunder, Wien-München-Basel 1959, S. 749.

Die Kursstoppverordnung trat am 25. Januar 1943 in Kraft und untersagte jede Kurssteigerung über den am 25. Januar 1943 an den Börsen notierten Kurs der Aktien.[1] Der Kurs konnte in einem entsprechenden Verhältnis erhöht werden, wenn die Gesellschaften eine über dem normalen Satz liegende Dividende ausschütteten;[2] umgekehrt war auch ein Herabsetzen in extremen Fällen möglich. Der Stoppkurs war damit, von geringen Ausnahmen abgesehen, ein Höchstpreis.[3]

Die Verhinderung von Überkursen sollte die Währungsstabilität garantieren. Aber es kam zur Bildung grauer Wertpapiermärkte, auf denen sich hohe Umsätze zu Preisen einspielten, die weit über den Stoppkursen lagen, so daß an den Börsen kaum noch Material gehandelt wurde. So wird verständlich, daß die Kursnotierungen einzelner repräsentativer Aktienwerte vor der Währungsreform (siehe Tabelle 1) nicht einmal die hohen Stoppkurse an der Börse erreichten.

---

1) Die Erfahrungen mit dem Aktienkursstopp, in: Die deutsche Volkswirtschaft, Jg. 1943, S. 468.

2) Durch die Verordnung zur Begrenzung von Gewinnausschüttungen (Dividendenabgabeverordnung, RGBl. I, 1941, S. 323) vom 12. Juni 1941, die auf die Dividendenabgabeverordnung vom 4. Dezember 1934 zurückgeht, wurde die Ausschüttungshöhe der Aktiengesellschaften auf 6 % begrenzt (§ 1 Absatz 1). Durch die Bestimmung (§ 1 Absatz 2), dass im Falle einer Kapitalerhöhung der auszuschüttende Betrag nicht grösser sein dürfte als der vor der Kapitalerhöhung zulässige, wurde eine Verzerrung der Bilanzproportionen gesetzlich gefordert. Durch den Dividendenstopp wurden alle Unternehmen auf dem Kapitalmarkt egalisiert und die Aktie wurde in ihrer Verzinsung zu einer Obligation degradiert. Die Folge war eine Erstarrung des Kapitalmarktes und die Relation Dividende und Kurs musste als Maßstab für die Kursfindung ausscheiden (Hans-Günther Merkel, Theorie der Kapitalmarkttheorie, Berlin 1955, S. 158). Dazu ist heranzuziehen H.J. Veith/G Veith, Kommentar zur Dividendenabgabeverordnung, München/Berlin 1941. Die Dividendenabgabeverordnung wurde erst am 15. 12. 1952 durch das Gesetz zur Aufhebung der Dividendenabgabeverordnung (BGBl. I, S. 804) ausser Kraft gesetzt.

3) K. Huscha, 6 Monate Kursstopp, in: Die Bankwirtschaft, Jg. 1943, S. 187.

Tabelle 1: Gegenüberstellung von Stoppkursen und Börsenkursen

Rheinisch Westf. Börse Düsseldorf	Stoppkurse	Notierungen am 9.Juni 1948
Industrieaktien		
Hösch AG	148,5	148,5 G
Klöckner Werke AG	171,25	171,25 G
Mannesmann	165	165 G
Rh. Stahlwerke	162,75	162,75 G
Siemens & Halske	133,25	133,25 G
Ver. Stahlwerke	17o,75	17o,75 G
Banken		
Commerzbank	15o,75	125 G
Deutsche Bank	148	194 bB
Dresdner Bank	151,25	93 bB
Freiverkehr		
AEG	154	111 G 117 B
Gute Hoffnungshütte	55o	475 G 493 B
Phrix	22o	21o G 216 B

Quelle: Handelsblatt, Düsseldorf, Nr. 24, vom 1o. Juni 1948.

Die Erfahrungen aus der Inflation der zwanziger Jahre weckten ein Anlagebedürfnis in Sachwerten, die jedoch bewirtschaftet waren. Die reichlich vorhandenen liquiden Mittel konnten nur auf den Märkten Anlage finden, die keiner Bewirtschaftung unterlagen: dem Aktienmarkt, auf dem dazu noch durch die Kursstoppverordnung die Preise fixiert waren. Der Einfluß der Dividendenabgabeverordnung war ohnehin nicht groß, weil zugunsten des Substanzdenkens das Ertragdenken zurücktrat.[1] Das führte zu einer sehr engen Marktlage, weil außerdem der größte Teil der Aktien in Sammeldepots blockiert war.

Mit der Verkündung der Währungsreform wurden die westdeutschen Börsen am 18. Juni 1948 geschlossen, um "irreguläre Kursbildungen und damit Schädigungen der Wertpapierbesitzer zu vermeiden."[2]

---

1) H.J. Veith und G. Veith, Kommentar zur Dividendenabgabeverordnung, a.a.O., S. 34.

2) ZfdgK (1948), Nr. 1, S. 2o.

Im Gegensatz zu den Verhältnissen von 1924 war die Währungsreform ein von der Wirtschaft losgelöster Gesetzgebungsakt, der auch den Aktienmarkt auf eine neue Grundlage stellte. Mit einer Normalisierung der Marktverhältnisse begann die Neubewertungsphase. Am 14. Juli 1948 wurden die Börsen eröffnet.[1] Die Kurse waren sehr niedrig In der Zeit zwischen der Währungsreform und den ersten DM-Bilanzveröffentlichungen wurden vor allem der zu erwartende Lastenausgleich und die Kriegsfolgen (Zerstörung der Betriebsanlagen, Demontagen, Reparationen, Aufhebung von Patenten) berücksichtigt.

Die Aenderung des Geldvolumens allein hätte einen so starken Rückgang der Kurse unter den Nennwert der Aktien nicht bewirken können, da der in der Aktie verkörperte Rechtsanspruch auf einen Vermögenswert von der Umstellung nicht betroffen wurde.[2] Das Kursniveau wurde vor allem durch das Angebot bestimmt. Nach langen Jahren der Warenknappheit verkauften viele Aktionäre ihre liquidierbaren, entbehrbaren Vermögenswerte (Aktien), um ihren Nachholbedarf an Konsumgütern zu befriedigen,[3] zumal ein Teil von ihnen ihre Aktien vor der Währungsreform nur deshalb erworben hatten, um wenigstens einen Teil ihrer Geldkapitalien der bevorstehenden Entwertung zu entziehen. Wenn auch die ersten Kurse nach der Währungsreform eine Anlage von Reichsmark in Aktien nicht genügend rentabel erscheinen liess, so hat sich doch später gezeigt, vor allem nachdem die Belastungen aus dem Lastenausgleich bekannt wurden, das durch die Umstellung von altem auf neues Nennkapital der Aktiengesellschaften eine bessere Quote erreicht wurde, als durch das

---

1) ZfdgK (1948), Nr. 2, S 46.
Die vor dem Kriege bedeutendste Effektenbörse Berlin konnte erst im März 1952 wieder eröffnet werden. Die Börse 1951, Berliner Bank AG, S. 27.

2) Industriekurier vom 16. Januar 1949.

3) Wirtschafts- und Finanzzeitung, später der Volkswirt, vom 31. Dezember 1948.

Umstellungsverhältnis des Bankgeldes im Verhältnis 100:6,5[1)] hätte erreicht werden können. Ausserdem waren die entstandenen Guthaben nur bis zum Betrage von DM 500.-- frei verfügbar; die Freigabe höherer Beträge bedurfte der Genehmigung des zuständigen Finanzamtes. Der Vorteil des Aktienvermögens lag darin, dass die Aktien sofort nach der Eröffnung der Börsen liquidierbar waren und die Erlöse keinerlei Verfügungsbeschränkungen unterlagen. In kurzer Zeit zeigte sich ein wesentlich günstigeres Umstellungsverhältnis als es im Rahmen der Währungsgesetzgebung möglich gewesen wäre. Nach einer Berechnung der Frankfurter Bank, die für sechs verschiedene Börsentage zwischen dem 14. Juni und 1. Dezember 1948 aufgestellt wurde, sind für keine Aktie weniger als 7 % des in Aktien angelegten RM-Betrages in Deutsche Mark erzielt worden. Die Berechnung geht nicht von den Stoppkursen der Aktien aus, sondern ihnen wurde ein dem Mehrpreis des grauen Marktes entsprechender durchschnittlicher Zuschlag hinzugerechnet, so dass die Berechnung näherungsweise als wirklichkeitsgetreu betrachtet werden kann.

Tabelle 2: Deutsche-Mark-Erlöse aus in Aktien investierten Reichsmark-Beträgen

Stichtage	Mindesterlös	Höchsterlös
14. 7. 1948	7 %	22,3 %
23. 7. 1948	13,2 %	29,8 %
30. 8. 1948	10,1 %	25 %
15. 9. 1948	9,9 %	26,7 %
18.10. 1948	10,2 %	26,7 %
1.12. 1948	10,3 %	29,6 %

Quelle: Industriekurier, Nr. 14, vom 16.1.1949, nach einer Berechnung der Frankfurter Bank.

---

1) Das Umstellungsverhältnis in Kreditinstituten wurde - ursprünglich 100 : 10 - auf 100 : 6,5 reduziert durch das Festkontogesetz (Viertes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens vom 4.10.1948, vgl. VBl.Brit.Z. 1948, S. 304). Von der vorgesehenen 10 %igen Quote wurden 3½ % gestrichen. Von den verbleibenden 6½ % waren 5 % sofort verfügbar, die restlichen 1½ % wurden nochmals in einen 1 %igen Freibetrag und in einen ½ %igen Anlagebetrag aufgespalten, der nur zur Zeichnung von Wertpapieren Verwendung finden durfte. Wurden sie dafür nicht benutzt, dann blieben sie bis zum 1.1.1954 gesperrt, wurden aber mit 2½ % verzinst.

Nach der Tabelle beträgt der höchste DM-Erlös 29,8 % des in Reichsmark investierten Betrages. Das ist etwa das viereinhalbfache des Umstellungsbetrages bei gleich hohem Bargeldbestand. Der niedrigste Erlös lag noch mit o,5 % über dem Umstellungsverhältnis. Das ist für das Ansehen der Aktie und für die Entwicklung des Aktienmarktes von Bedeutung gewesen.

Daneben beeinflußten auch andere Faktoren die Entwicklung der Börsenkurse. Die Angebotselastizität für Konsumgüter war bei der erhöhten Nachfrage und auf Grund der beschränkten Kapazitäten dieser Industriezweige sehr niedrig.[1] Die Läger aus der Zeit vor der Währungsreform waren sehr bald abgebaut und Preissteigerungen schwächten das Vertrauen in die D-Mark. Der Aktienmarkt reagierte mit einer starken Aufwärtsbewegung der Kurse. Restriktive Kreditpolitik, Geldstillegung durch Haushaltsüberschüsse bei den Ländern, hohe Einzahlungen auf den Gegenwertkonten infolge der Einfuhrüberschüsse, vermochten diese Entwicklung zum Stillstand zu bringen und verursachten sogar Kursrückgänge, die bis zum August 1949 das Kursniveau bestimmten.

Was die Währungsreform für die Geldkapitalien, das war das DM-Bilanzgesetz[2] für die Kapitalien der Unternehmen. Die Bilanzierungsvorschriften dieses Gesetzes wurden für alle Unternehmen und Betriebe Westdeutschlands bindend.[3]

Das Gesetz erlaubte eine Unterbrechung der Bilanzkontinuität und eine völlige Neubewertung der vorhandenen Vermögenswerte[4] von Unternehmungen.

---

1) H. Strathus, Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus, in: Institut Finanzen und Steuern, Heft 16, Bonn 1953, S. 1o.

2) Am 21. Juni 1949 vom Wirtschaftsrat der Vereinigten Wirtschaftsgebiete beschlossen, wurde es erst am 3o. August 1949 im Gesetzblatt verkündet.

3) R. Falck, DM-Eröffnungsbilanz und Kapitalneufestsetzung, 3. Auflage, Heidelberg 1949, S. 3.

4) Börsenbericht der Hansabank, Jg. 195o, S. 7.

Anlagen konnten höher bewertet werden, damit wurde die Möglichkeit eröffnet, über Abschreibungen Selbstfinanzierungen vorzunehmen, die einen Teil des Umstellungsverlustes im Umlaufvermögen durch diese Manipulationen im Anlagevermögen aufhoben. Gemäß § 5 Absatz 1 DM-EBG galt der Zeitwert (Teilwert im Sinne des EStG) als Höchstgrenze; dieser Umstand war von Bedeutung, weil erst dadurch der Grundsatz der Bilanzkontinuität (Wertzusammenhänge) zwischen der RM-Schlußbilanz und der DM-Eröffnungsbilanz aufgehoben wurde- und zwar auf dem Wege einer gesetzlichen Verordnung - die Zulassung stiller Reserven erlaubt und die allgemeinen Bewertungsvorschriften des Aktiengesetzes für die Umstellung keine Rechtskraft besaßen. Darüber hinaus konnten die Gesellschaften die Umstellungsverluste durch Auflösung stiller Reserven kompensieren.

Die Einführung eines Kapitalentwertungskontos auf der Aktivseite ermöglichte es, das Aktienkapital unverändert beizubehalten; in diesem Falle durften allerdings keine gesetzlichen oder freien Rücklagen gebildet werden und bis zur Tilgung des Kontos, die in drei Jahren zu erfolgen hatte, durfte keine Dividende ausgeschüttet werden.

Daraus zogen die Gesellschaften folgende Konsequenz: In den wenigsten Fällen hielten sie eine hohe Bewertung für angebracht, denn in der Nachkriegszeit waren ohnehin hohe Investitionen notwendig geworden, die nur über Abschreibungen finanziert werden konnten. Diese minderten den ausgewiesenen Gewinn und gingen zu Lasten des Aktionärs, der wohl mit einem Wachsen des Vermögenswertes seiner Aktie rechnen konnte, deren Ertragswert aber gleich null war.[1)]

Die Schattenseite einer hohen Bewertung in der DM-Eröffnungsbilanz lag außerdem darin, daß sie einen höheren Ausgleichsanspruch im Rahmen des zu der Zeit noch nicht bekannten Lastenausgleichs nach sich gezogen hätte.

1) R. Stucken, Deutsche Geld- und Kreditpolitik 1914-53, II. Aufl. Tübingen 1953, S. 2o8.
(Indem man sich entschloß, den Weg für neue Wertansätze freizugeben, hat man ... wesentliche Voraussetzungen für die Substanzerhaltung geschaffen).

Exkurs: Lastenausgleich

Mit dem Ziel eines Vermögensausgleichs zwischen Personen, die nach dem zweiten Weltkrieg ihr Vermögen behalten und solchen, die als Heimatvertriebene oder Kriegsgeschädigte ihr Vermögen verloren haben, wurde am 14. August 1952 das Lastenausgleichsgesetz[1] verabschiedet.

Hinweise darauf finden sich schon in der Präambel des Währungsgesetzes[2], und Grundzüge wurden bereits im Umstellungsgesetz[3] festgelegt. Das Soforthilfegesetz[4] kann als ein Vorläufer gewertet werden. Es ist nicht zufällig, daß die Grundzüge des Lastenausgleichs im Umstellungsgesetz enthalten waren, weil dies auf der einen Seite Härten geschaffen hatte, unverdiente Vorteile auf der anderen, die ausgeglichen werden mußten. Die Vorteile ergaben sich

- aus dem Besitz von Sachvermögen am Währungsstichtag (der Ausgleich sollte durch die Vermögensabgabe erfolgen), und
- aus der Erzielung von Währungsgewinnen[5] (der Ausgleich sollte durch die Hypothekengewinnabgabe und die Kreditgewinnabgabe erfolgen).

Die Vermögensabgabe betrug nach § 31 LAG 5o % des nach § 3o LAG abgabepflichtigen Vermögens nach dem Stand vom 21. Juni 1948. Um eine Abgabe aus dem laufenden Einkommen zu ermöglichen, wurde diese einmalige Belastung auf 3o Jahre verteilt; ein einschneidender Eingriff in die Vermögenssubstanz wurde damit vermieden.

Die Hypothekengewinnabgabe brachte den gesamten aus der Abwertung entstandenen Gewinn zur Abführung. Er entstand in Höhe von 9o % früherer Hypothekenschulden, die durch die Währungsumstellung im Verhältnis 10 : 1 abgewertet worden waren (§§ 91-16o LAG).

---

1) BGBl I, S. 446.

2) Verordnungsblatt für die Britische Zone 1948, Nr.27,S.139

3) Verordnungsblatt für die Britische Zone 1948, Nr.29,S.149

4) WiGBl, S. 2o5.

5) Kühne-Wolff, Die Gesetzgebung über den Lastenausgleich, Bd. 1, Stuttgart-Köln 1955, S. 3.

Die Kreditgewinnabgabe bezog sich auf den aus den DM-Eröffnungsbilanzen ermittelten Ueberschuss an Schuldnergewinnen gegenüber Gläubigerverlusten, der sich wiederum ergab aus einer Abwertung früherer Schulden im Verhältnis 10 : 1 (§§ 161-197). Mit zunehmender Stabilisierung der Wirtschaft nahm der Einfluss des Lastenausgleichs auf die Bewertung der Aktiengesellschaften ab, eine Tatsache, die sich am besten in den aus dem Jahre 1955 vorliegenden Berechnungen für den Durchschnitt des Umstellungssatzes nach dem DM-Bilanzgesetz (100 : 82[1]) widerspiegelt.

So wurde schon nach fünf Jahren fortlaufender Konjunktur der Tatsache Rechnung getragen, dass viele Vermögensobjekte ihren Marktwert seit der Währungsreform vervielfacht hatten und damit die ursprüngliche Belastung auf einen Bruchteil des Abgabesatzes reduziert wurde.[2] Da die Abgabeschuld innerhalb von 3o Jahren abzuzahlen ist, wird zu erwarten sein, dass sich der Prozess einer permanenten Senkung der effektiven Belastung in den noch bevorstehenden restlichen Jahren fortsetzt.

Darum bewerteten die meisten Gesellschaften in Erwartung der Lastenausgleichsbestimmungen niedriger, auch wenn dadurch die Abschreibungen wegfielen. Die zwangsläufig höher anfallenden Gewinne wurden in den Abschreibungen auf die erforderlichen hohen Ersatzinvestitionen steuerlich neutralisiert. Diese Manipulationen im internen Bereich der Unternehmen waren der Entscheidung durch die Aktionäre überhaupt entzogen, gleichgültig, ob sie Einsicht in die steuerlichen Notwendigkeiten besaßen oder nicht. Somit ergab sich ein fast steuergesetzlicher Zwang, den Substanzwert der Aktien zu erhöhen. Infolgedessen reagierten die Börsen bei Erscheinen der ersten DM-Eröffnungsbilanzen mit einem Heraufsetzen der Kurse.

---

1) Norddeutsche Bank, Das Börsenbild 1955, S. 16.

2) K. Häuser, Steuerliche Beeinflussung der Einkommen- und Vermögenskonzentration, in: Die Konzentration in der Wirtschaft (im folgenden zitiert als Konzentration) hrg. von H. Arndt, Berlin 196o, 2. Bd., S. 1131 ff.

Die Konsequenzen für die Inhaber von Anteilpapieren waren folgende: Bei der Veranlagung zur Vermögenssteuer galten die festgesetzten Steuerkurse; sie waren für die meisten Papiere gültig. Als vorläufige Höchstkurse sollten sie im Rahmen des § 47 DM-BG[1] berichtigungsfähig sein. Die einsetzende Kursentwicklung zeigte, dass die Steuerkurse zu niedrig gewählt waren. Je grösser die Unterschiede zwischen Steuer- und Börsenkursen wurden, desto höher wurde die steuerliche Belastung bei Veräusserung aus den sich n u r "buchmässig" ergebenden Verkaufserlösen; buchmässig insofern, weil infolge der beschriebenen niedrigen Bewertung der Gesellschaften eine Substanz angegriffen wurde, die zur Zeit der DM-Bilanzierung effektiv schon vorhanden gewesen war.

Das 3. DM-EBG sollte diese Ungerechtigkeit ausgleichen, indem die gültigen Steuerkurse für vorläufig erklärt und durch neue Höchstwerte ersetzt wurden[2]. Allerdings wurde die Höherbewertung nicht zwingend vorgeschrieben, sondern war fakultativ. Nur im Falle eines erfolgten oder geplanten Verkaufs wurde von ihr Gebrauch gemacht, um die steuerliche Belastung der Veräußerungserlöse zu vermindern. In allen anderen Fällen - und das waren die meisten - war eine Höherbewertung ohne Interesse

Scheint auch diese Steuerarithmetik etwas kompliziert, so ist doch ihre Auswirkung auf die Börse einfach: Die Umsatztätigkeit wurde stark eingeschränkt und der Substanzwert von Anteilen besonders solcher Unternehmen gestärkt, die große Wertpapierportefeuilles besaßen, vor allem also der Banken.

---

1) Eine Regelung der nach § 47 DM-BG berichtigungsfähigen Wertansätze für Wertpapiere und Anteile bildete das 3. DM-EBG vom 21. 6. 1955, BGBl. II, S. 18

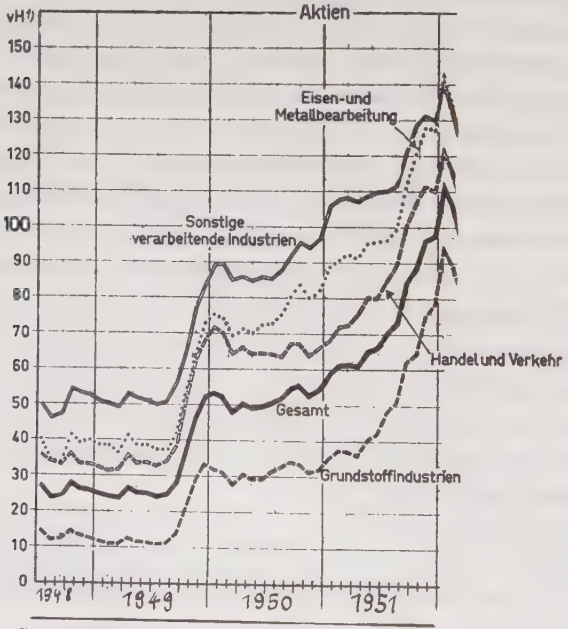
2) Die Festsetzung erfolgte nach § 47 DM-EBG in Verbindung mit § 73 Abs. 4 und § 74 Abs. 2 und 3 DM-EBG.

II. Die Neubewertungsphase

Eine erste Neubewertung der Aktien an der Börse erfolgte vom Herbst 1949 bis zum Beginn des Jahres 1952. Von der Währungsreform bis zum September 1949 hatten sich bei den Börsenkursen nur geringfügige Veränderungen ergeben, da in dieser Zeit die finanzielle Lage der Unternehmen wegen des Fehlens der Umstellungsrechnungen kaum zu übersehen war. Dann allerdings gingen mit dem Erscheinen der ersten DM-Eröffnungsbilanzen und den überraschend günstigen Umstellungsergebnissen die Aktienkurse nach oben. Die internationale Abwertungswelle[1] wird diese Eröffnungsbilanzen-Hausse, deren Höhepunkt im Januar 1950 erreicht wurde, noch verstärkt haben.

Graphik 1: Die Kursentwicklung in der Neubewertungsphase[2]

Monatsdurchschnitte



Quelle: Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1952, S. 51.

1) Monatsbericht der BDL (1951/53), S. 13.

2) Um eine Vorstellung von der tatsächlichen Höhe des Kursniveaus geben zu können, hat die BDL die Börsenkurse, die zum überwiegenden Teil noch in v.H. ihres RM-Nennwertes, teilweise aber bereits in v.H. ihres DM-Nennwertes an den Börsen notiert wurden, in v.H. des DM-Aktienkapitals berechnet. Die Berechnung konnte auf der Basis der bis dahin bekannt gewordenen Umstellungsrelationen durchgeführt werden. Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1952, S.51.

Der Ausbruch des Korea-Konfliktes hat dann die zunächst einsetzenden Baisse-Tendenzen an den Börsen ausgelöst, die aber in dem Augenblick einer Hausse Platz machen mußten, als darüber Gewißheit bestand, daß der Konflikt auf Korea lokalisiert werden konnte. Analog zu einer merklichen Unsicherheit in Westdeutschland gegenüber einer Beurteilung der politischen Situation zeigt die von Mitte des Jahres 1950 bis Anfang 1952 beobachtete Aufwärtsbewegung der Aktienkurse keinen so eindeutig nach oben gerichteten Trend wie in den beiden nachfolgenden Phasen (vgl. dazu Graphik 2, S. 20 und Graphik 3, S. 24). Die wirtschaftlichen Überlegungen, gründend auf der konjunkturellen Situation eines Verkäufermarktes[1], allerdings zeitweise abgeschwächt durch die Zahlungsbilanzkrise und die Schwierigkeiten in der Kohleversorgung, gewannen schließlich über die politischen Aspekte die Oberhand.

In engem Zusammenhang mit der großen Nachfrageelastizität stand der besonders hohe Bedarf an Anlageinvestitionen, weil die Wirtschaft allen plötzlich auf den In- und Auslandsmärkten auftretenden Ansprüchen nur gerecht werden konnte, wenn sie ihren Produktionsapparat vergrößerte.

Die Finanzierung der zunehmenden Investitionstätigkeit stand im Gegensatz zur Abnahme der freiwilligen Ersparnis seitens der kontraktbestimmten Einkommen, die relativ zum Gesamtaufkommen der Finanzierungsmittel von knapp 17 % noch 1949 auf rund 11 % im Jahre 1950 sank.[2] Daraus läßt sich folgern, daß das Investitionsvolumen nicht von der erfolgten Ersparnis, sondern von dem Kreditspielraum der Banken und ihrer Kreditwilligkeit bestimmt wurde.[3] Die wirtschaftlichen Daten legen jedenfalls Zeugnis dafür ab, daß die großen Investitionen der Nachkriegszeit nicht

1) Der Index der Einzelhandelsumsätze insgesamt stieg vom März 1951 bis März 1952 um 29 Punkte (ca. 25 %). Monatsbericht der BDL (1952/54), S. 15.

2) F. Grünig, Investieren und Sparen im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung (1953/4), hrsg. vom DIW, Berlin, S. 364.

3) G. Bombach, Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, Referat auf der wirtschaftswissenschaftlichen Tagung in Baden-Baden, 7. - 10. Oktober 1958, unveröffentlichtes Manuskript, S. 50.

"via Zinsmechanismus durch eine große Ersparnisbildung induziert worden" sind.[1)2)]

Die Lenkung der Investitionstätigkeit durch den Zinsmechanismus wurde nicht zuletzt durch hohe Steuersätze unmöglich, sondern außerdem durche eine steuerlich begünstigte Selbstfinanzierung und indem der Zinsaufwand für aufgenommene Kredite gewinnsteuerneutral zu Lasten der Gewinn- und Verlustrechnung gehen konnte. Die Diskrepanz zwischen freiwilliger Ersparnis und durchgeführten Investitionen, finanziert über einen "Geldmarkt für Investitionszwecke", war das augenfälligste Erscheinungsmerkmal der Phase. Das Pendant zu dieser Diskrepanz waren die in den Bankdebitoren versteckten, formal kurzfristigen Ausleihungen, die zu Investitionszwecken verwendet wurden, bei denen aber eine Umfinanzierung nicht möglich war.[3)4)] Zugunsten der Ersparnis der Unternehmungen in Form der nichtentnommenen, bei den Aktiengesellschaften unverteilten Gewinnen, ergab sich eine Verschiebung der Anteile an der Gesamtvermögensbildung und damit eine Neubewertung der Aktien.

Aber: Mit dem Ausdruck Neubewertungsphase ist nicht nur die beschriebene, wirtschaftliche Seite angesprochen, die sich an einer Neubewertung der Aktien in Richtung auf den Substanzwert zu orientieren hatte, sondern auch auf eine übergelagerte, auf den Aktienmarkt nicht-quantifizierbar zurückgreifende Neubewertung der politischen Situation der Bundesrepublik und ihrer Wiedereinschaltung in den westweltwirtschaftlichen Zusammenhang. Diese Tatsache ist während der Korea-Krise genügend bewiesen worden.

---

1) G. Bombach, Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, a.a.O., S. 49.
2) Die Rückwirkungen, die sich aus dieser Konstellation auf das deutsche Zinsgefüge ergeben, werden ausgezeichnet dargestellt von H. Martell/R. Pohl, Die deutsche Zinsstruktur vor und nach dem zweiten Weltkrieg, in: A. Wissler, Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht, Berlin 1955, S. 49 ff, insbesondere S. 61/62.
3) E. Salin, Der Durchstoss zum Kapitalmarkt in Westdeutschland, in: Basler Nachrichten Nr. 215 vom 22. 5. 1952.
4) H. Rittershausen, Methoden der industriellen Fremdfinanzierung, in: Schmölders/Rittershausen, Moderne Investitionsfinanzierung, Essen 1959, S. 76.

Es ist unnötig zu betonen, dass sich durch den Ost-West-Konflikt die politische Situation in der Bundesrepublik so schnell wandeln konnte und eine ihr verbundene, wirtschaftliche Besserung durch die konflikt-bedingte Auslandshilfe von 4,5 Milliarden Dollar - die allerdings heute gern vergessen wird[1] - erreicht wurde. Zwar mussten auf der anderen Seite dafür in Form von Reparationen, Besatzungskosten, Restitutionen, Kohlenexport und Anerkennung alter Schulden Leistungen erbracht werden, die insgesamt den Wert der Auslandshilfe übertrafen, sich jedoch über lange Zeiträume verteilten. Immerhin, sie war die notwendige Devisen- und Investitionsmittel-Spritze für einen Neubeginn.[2]

Neben dem Ost-West-Gegensatz veranlasste die bemerkenswerte innerpolitische Stabilität seit Kriegsende durch die starke Regierung der Konservativen eine erhoffte Einordnung der Bundesrepublik in die amerikanische Gefolgschaft, die einen konjunkturellen Aufstieg versprach und damit: eine Neubewertung der Aktien.

III. Die Konsolidierungsphase

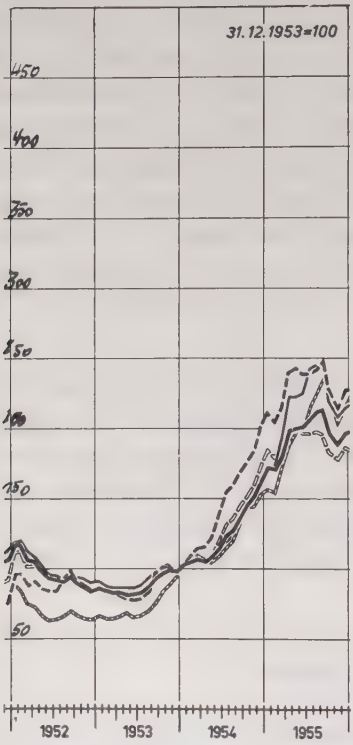
Die Konsolidierungsphase bezeichnet die zweite Aufwärtsbewegung der Aktienkurse an den Börsen vom September 1953 bis zum September 1955. Der Kursdurchschnitt der an den Börsen kotierten Aktien stieg in dieser Zeit um mehr als das Doppelte.

---

1) E. Salin, Der Durchstoss zum Kapitalmarkt in Westdeutschland, a.a.O.

2) H.C. Wallich, The Mainsprings of the German Revival, Uebersetzung von Karl Lanz, Triebkräfte des deutschen Wiederaufstiegs, Frankfurt/M. 1955, S. 3.

Graphik 2: Die Kursentwicklung in der Konsolidierungsphase



Quelle: Geschäftsbericht der DB für das Jahr 1958, S. 38.

Es ist bezeichnend für diese Phase, dass sich die Börse gegenüber aussenpolitischen Einflüssen ziemlich unempfindlich zeigt. Wenn auch die ergebnislose Berlinkonferenz vor Anfang der Periode noch tendenzbestimmend war, setzen sich nunmehr wirtschaftliche Bestimmungsfaktoren durch, die durch die Planung der Souveränität Westdeutschlands (Oktober 1954) und die Gespräche um die Wiederbewaffnung eine zusätzliche politische Stütze erhalten. Diese

Hintergründe sind hier nur sporadisch aufzuzählen[1]:

- die gesetzlichen Auswirkungen auf den Kurs berücksichtigen die Freigabe der Dividendengrenze[2], die erste Senkung und Spaltung des Körperschaftssteuersatzes[3], die Senkung der Einkommenssteuersätze[4], die "Grosse Steuerreform" 1954[5], die zweite Senkung des Körperschaftssteuersatzes[6], die Verkürzung der Spekulationsfrist[7].
- die Rekonzentration innerhalb der deutschen Wirtschaft.[8]

---

1) Besondere Beachtung verdienen die Monatsberichte der BDL vom Mai und April 1955, ausserdem das Börsen- und Wirtschaftshandbuch der Frankfurter Zeitung 1955, S. 41-51, 111ff., und 1956 S. 41ff. und 119ff., Norddeutsche Bank, Das Börsenbild 1955, Hamburg 1956.

2) Gesetz zur Aufhebung der Dividendenabgabeverordnung, a.a.O.

3) Gesetz zur Aenderung der steuerlichen Vorschriften und zur Sicherung der Haushaltsführung vom 24.6.1953, BGBl. I, S. 413.

4) ebenda.

5) Gesetz zur Neuordnung von Steuern vom 16.12.1954, BGBl. II, S. 373.
Dabei ist zu verweisen auf das Gutachten von H. Ritschl, Die Grosse Steuerreform, Köln 1953, insbesondere S. 49-51.

6) Die Körperschaftssteuer für den einbehaltenen Gewinn wurde von 60 % auf 45 % gesenkt, jedoch die Besteuerung des ausgeschütteten Betrages in unveränderter Höhe von 30 % beibehalten.

7) Gesetz zur Neuordnung von Steuern vom 16.12.1954, a.a.O., die Frist für die Steuerfreiheit von sogenannten Spekulationsgewinnen wurde mit Gültigkeit vom 1.1.1955 von 12 auf drei Monate herabgesetzt.

8) Beispielsweise sei ein Rekonzentrationsfall und seine damit verbundene Kursbewegung aus dem Bereich der Montanindustrie angeführt: Der Kurs der Erin-Bergbau Aktien zog von Ende 1954 von nur 355 zunächst langsam, später sprunghaft an und erreichte am 29.8.1955 mit 640 seinen höchsten Stand. Die Aufkäufe mit dem Ziel einer Reverflechtung waren damit beendet, der Kurs fiel innerhalb von zwei Tagen auf 425 zurück und schwächte im weiteren Verlauf auf 225. Die Erin-Bergbau AG wurde an die GBAG und die August Thyssen Hütte AG angeschlossen. Andere Interessenkäufe fanden statt in Handelsunion, Rheinische Röhren, Hüttenwerke Phönix, Deutsche Edelstahl, Gusstahl Bochumer Verein u.a.
Vgl. hierzu insbesondere Börsen- und Wirtschaftshandbuch, a.a.O., 1955, S. 129.
U.a. sei darauf hingewiesen, dass die Steuerbegünstigung durch das Schachtelprivileg im Rahmen des KStG in Verbindung mit dem § 9 KStDV aus dem Jahre 1951 auf die Rekonzentration einen positiven Einfluss ausübte.

- das wachsende Interesse des Auslandes am westdeutschen Aktienmarkt.[1)]

Nachdem das Kursniveau dadurch eine emissionsfähige Höhe erreicht hatte - d.h. eine Höhe, die rechnerisch wertvolle Bezugsrechte[2)3)] erhoffen liess -, wurde eine Welle von Kapitalerhöhungen ausgelöst[4)], obwohl das Geld für die emittierenden Unternehmen teuer war; denn um 7 bis 8 % Dividende zu erwirtschaften - bei einem niedrigeren Satz galt eine Gesellschaft kaum als emissionsfähig - müssen wegen der steuerlichen Belastung mindestens 20 % des zu bedienenden Kapitals verdient werden.

---

1) Die Beteiligung des Auslandes hatte einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Kursgestaltung. Die liberalisierte Kapitalmark wurde frei übertragbar, das Disagio betrug nur 0,3 %, und die Erträgnisse aus deutschen Papieren konnten zum offiziellen Devisenkurs transferiert werden. Eine weitere Erleichterung wurde Anfang Juni 1955 durch die Allgemeine Genehmigung 73/55 geschaffen. Ausländer können inländische Wertpapiere ungehindert im In- und Ausland umdeponieren. Vor der Freigabe wurde folgender ausländischer Besitz an inländischen Wertpapieren festgestellt: 1,2 Milliarden DM Aktien und 140 Millionen DM Rentenwerte (Stand März 1955); Börsen- und Wirtschaftshandbuch 1956, a.a.O., S. 120.

2) Der rechnerische Wert eines Bezugsrechtes ist in folgender Form abhängig von der Kurshöhe der Aktien der emittierenden Gesellschaft, dem Bezugskurs der angebotenen jungen Aktien und dem Bezugsverhältnis:

m = Zahl der alten Aktien
n = Zahl der jungen Aktien
K_a = Kurs der alten Aktien
K_n = Emissionskurs der jungen Aktien
$m \cdot K_a = x$
$n \cdot K_n = y$

(1) $m \cdot K_a + n \cdot K_n = x + y$

(2) $B = K_a - \frac{x + y}{m + n}$

(1) + (2) $B = \frac{K_a - K_n}{\frac{m}{n} + 1}$

3) An dieser Stelle ist hinzuweisen auf die Abhandlung von H. Sommerfeld, Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechtes, Stuttgart 1927 und die dort angegebene Literatur, insbesondere Mahlberg, Bezugsrecht und Bilanzkurs, in: ZfhwF., 14. Jg., S. 228ff.

4) Testfall für die Aufnahmebereitschaft des Marktes war die erste grössere Kapitalerhöhung der Farbwerke Hoechst (3 : 1 zu 125 %) im März 1955. „Gingen die Bezugsrechte am ersten Handelstag leicht unter Parität ein, so konnte der Kurs am dritten und letzten Tage bei lebhafter Nachfrage die rechnerische Parität erreichen". Börsen- und Wirtschaftshandbuch 1956, a.a.O., S. 119.

So hat der Aktienmarkt 1955 neue Emissionen im Nominalwert von 1,55 Milliarden aufgenommen, ein Betrag, der den gesamten Absatz in den vorangegangenen sieben Jahren mit 1,24 Milliarden, um knapp 0,32 Milliarden übertraf. Gemessen an dem gesamten Wertpapierabsatz hatte der Aktienmarkt mit rund 30 %, einer seit 1928 nicht mehr erreichten Quote, wieder eine Höhe, die seit 25 Jahren bei ca. 9 % gelegen hätte.[1)]

Jedoch zeigte sich in der Plazierung der jungen Aktien ein von den früheren Jahren abweichendes Bild, in denen Aktien nur in dem Umfange emittiert wurden, als eine Uebernahme durch besonders interessierte, finanzkräftige Einzelaktionäre oder befreundete Gesellschaften von vornherein sichergestellt war. In dieser Phase dagegen wurde der überwiegende Teil der jungen Aktien in Form von Bezugsrechten den alten Aktionären angeboten und am offenen Markt untergebracht.

Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Anteil der Wertpapierverschuldung am gesamten Verschuldungsprozess der Wirtschaft gering geblieben ist.[2)] Der weitaus grössere Verschuldungszuwachs der Wirtschaft wurde nach wie vor aus Bankmitteln investiert, die wiederum nicht von den typischen Gläubigergruppen, also von den privaten Haushalten und der öffentlichen Hand - trotz der in diesen Bereichen laufend stattgefundenen und gewachsenen Geldvermögensbildung -, sondern aus der Wirtschaft selbst stammten[2)] und von dieser zum Teil in Gestalt von Bankeinlagen bereitgestellt wurden.[3)]

---

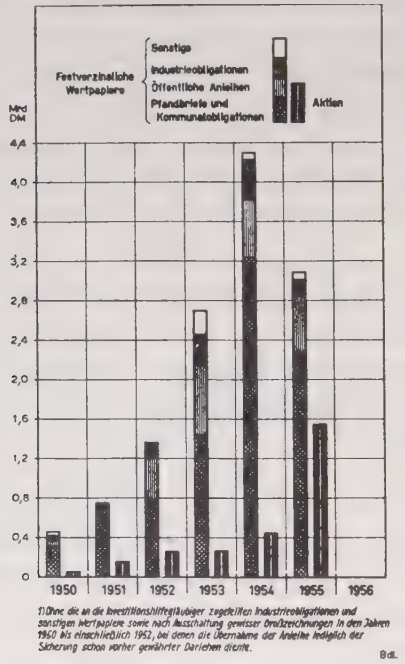
1) Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1955, S. 60.

2) An dieser Stelle sei im Vorweg auf das Ausmass der Selbstfinanzierung verwiesen, wobei über die Problematik solcher Schätzungen noch zu sprechen sein wird. Von 1948 bis 1954 dürfte es sich um einen Betrag von insgesamt 80 Milliarden DM handeln. Im gleichen Zeitraum sind 1,4 Milliarden DM Aktien und 1,9 Milliarden DM Industrieobligationen, zusammen 3,5 Milliarden DM, emittiert worden.
W. Klein, Was die Banken leisten konnten, in: ZfdgK, Heft 1, 1956, S. 20.

3) I. Rieckenberg, H. Martell, Zur konjunkturellen Situation, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung (1955/3), S. 189ff.

Daraus lässt sich folgern, dass in der Konsolidierungsphase die über den Aktienmarkt erfolgte Konsolidation durch höhere Emissionstätigkeit nur den Mantel einer echten Eigenfinanzierung über den Aktienmarkt trug. Im Grunde ergab sich eine Verschiebung in der Finanzierungsform von den Forderungs- zu den Anteilspapieren (vgl. Graphik 3).

Graphik 3: Der Absatz von Wertpapieren in der Zeit 1950 bis 1955



Quelle: Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1955, S. 61.

Die eigentliche Nettoverschuldung der Wirtschaft - der Teil der Verschuldung der Wirtschaft, dem als Nettogläubiger die privaten und öffentlichen Haushalte gegenüberstehen - erhöhte sich gegenüber der Gesamtverschuldung der Wirtschaft nur langsam, so dass die Konsolidierung dieser Gesamtverschuldung der Wirtschaft, die im wesentlichen nur durch konsolidierte Gläubigerpositionen der privaten und öffentlichen Haushalte erfolgen kann, unzureichend blieb.

Somit bezeichnet Konsolidierung hier den Wandel in der Finanzierungsform der Aktiengesellschaften, der nach seinem Erscheinungsbild eine Umschuldung alter in eine andere Form neuer Schulden vermuten liess. Die Finanzierung der Aktiengesellschaften im Jahre 1955 - wie gezeigt erstmalig in erheblichem Umfange über den Aktienmarkt möglich - war aber auch durch einen in dieser Phase immer noch bestehenden hohen Investitionsmittelbedarf notwendig. Das bedeutet im Vergleich zur Neubewertungsphase, dass in dieser Phase neben den "Geldmarkt für Investitionszwecke" s c h e i n b a r ein "Kapitalmarkt für Investitionsmittel" trat und zunehmend an Bedeutung gewann. Im Grunde ergibt sich zwischen Neubewertungsphase und Konsolidierungsphase nur in der äusseren Erscheinungsform eine Diskrepanz, die - wie gezeigt aber zu Unrecht - einen auch inneren Wandel in der Finanzierungsform, gesamtwirtschaftlich gesehen, hätte vermuten lassen können.

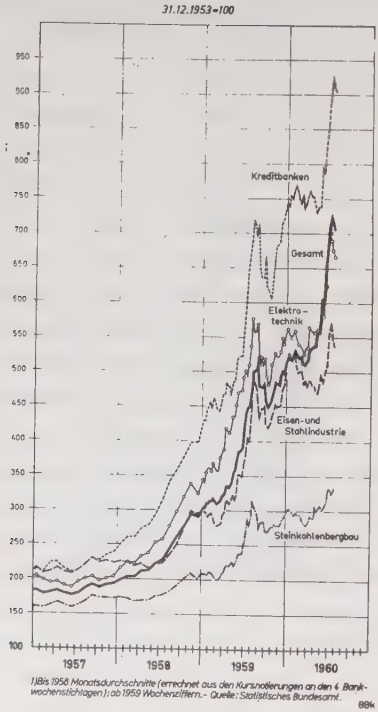
Zusätzlich bedarf die Änderung der Verhaltensweise der Aktiengesellschaften in dieser Phase einer Erklärung, eine über den Aktienmarkt erfolgte Eigenfinanzierung zu bevorzugen. Wenn es auch angebracht erschien, die verzerrten Bilanzproportionen - sie ergaben sich aus dem Mißverhältnis zwischen den ausgewiesenen Eigenmitteln zu den Bilanzsummen und den Geschäftsvolumina - zu berichtigen, ist der Hauptgrund doch wohl darin zu sehen, daß einige Großaktionäre im Einvernehmen mit den Vorständen das gute Börsenklima für Bezugsrechte ausnutzen wollten, mit denen sie sich für die vorherige, jahrelange Dividendenlosigkeit entschädigen wollten und dafür, daß der Substanzwert durch die Selbstfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen allmählich weit über die normalen Bilanzsätze hinausgewachsen war. Darum wurde der Nachteil, teures Geld hereinnehmen zu müssen, in Kauf genommen.

Im Grunde wurde in beiden Phasen ein verstärkt wirtschaftlicher Fortschritt aus eigenen Mitteln der Wirtschaft finanziert und ist hier in einer starken Aufwärtsbewegung der Aktienkurse, als Berücksichtigung einer kräftigen Expansion, besonders deutlich zu Tage getreten.

IV. Die Spekulationsphase[1)]

Die Spekulationsphase bezeichnet den von 1957 zunächst langsamen, vom Februar 1958 an dann aber immer hektischeren Kursanstieg mit einer kurzen Unterbrechung im Herbst 1959 bis in das Jahr 1960 hinein. Diese Haussebewegung kam völlig unerwartet besonders zu Beginn der Phase, weil auf Grund einer sorgfältigen Wirtschaftsbeobachtung ein Sinken der Unternehmungsgewinne für das Jahr 1958 richtig

Graphik 4: Die Kursentwicklung in der Spekulationsphase



Quelle: Monatsbericht der DB (1960/7), S. 16.

1) Ohne darauf näher einzugehen, trägt die Spekulationsphase auch deshalb ihren Namen zu Recht, weil zu Beginn der Phase ansehnliche Kursgewinne zu verzeichnen waren, die auf eine ungewöhnlich lebhafte spekulative Tätigkeit des Auslandes zurückzuführen war, das schon zu diesem Zeitpunkt mit einer Aufwertung der D-Mark rechnete.

prognostiziert worden war.[1] Im weiteren Verlauf der Kursentwicklung wurde die nahezu alle Wirtschaftsbereiche erfassende Hochkonjunktur antizipiert, ohne dass auch in dieser Phase politische Momente auf die Börse Einfluß nehmen konnten[2] (ergebnisloser Ablauf der Genfer Außenministerkonferenz).

Es ist für diese Phase anzumerken, dass die Kurse in den vier Jahren 1957 - 1960 immer in den Sommermonaten kräftig nach oben zogen, wobei auffällt, dass die Kurve zunächst flacher verlief, die Ausschläge dann aber von Jahr zu Jahr stärker wurden.[3] Das ist allerdings weder Zufall noch Regel, sondern der einfache Ausdruck dessen, dass sich an der Börse andere oder normale Bewertungsgrundsätze als bisher durchsetzen, die eng verbunden sind mit den Hauptversammlungen, die in der Regel im Frühjahr sind (Frühjahrsbelebung) und mit den Dividendenzahlungen im Anschluss daran (Sommerhausse).

Es ist falsch, die als übertrieben empfundene Hausse mit Materialknappheit zu motivieren.[4] Auch in dieser Phase hat sich der Börsenkurs als Marktpreis, resultierend aus Angebot und Nachfrage, gebildet. Die erhöhte Nachfrage ist zurückzuführen auf die Teilnahme weiterer - auch börsenuner-

---

1) L.A. Hahn, Geld und Kredit, Frankfurt/Main 1960, S. 314. ("In der Deutschen Bundesrepublik hat sich seit Spätherbst 1957 eine Börsenhausse entwickelt, wie sie in der Wirtschaftsgeschichte - ausserhalb der Zeiten von Hyper-Inflation - keine Parallele hat, und die trotz aller Warnungen der Fachleute bis heute (August 1959) noch nicht zum Still stand gekommen ist. Auch sie hat, jedenfalls was ihr Ausmass anlangt, die Theoretiker überrascht und die meisten Praktiker unvorbereitet getroffen. Zwar wusste man, dass die kommende Steuerreform die Gewinne der Gesellschaften günstig beeinflussen werde, aber eine die Gewinnsteigerung um ein Vielfaches überdiskontierende Börsenhausse wurde nicht erwartet.")

2) Allerdings hatten die sowjetischen Drohungen gegen Berlin einen scharfen aber nur kurzen Kurseinbruch im Jahre 1958 zur Folge.

3) F.O. Bornemann, Börsenzyklus - Zufall oder Regel? in: Die Welt Nr. 135 vom 13. 6. 1961.

4) L.A. Hahn, Geld und Kredit, a.a.O., S. 322.

fahrener - Kreise aus dem Inland und aus dem Ausland. Das Ausland rechnete vor allem mit einer Aufwertung der Deutschen Mark. Die Voraussetzungen für die überhöhte Nachfrage des Inlandes wurden geschaffen aus den übermässigen Erträgen aus dem Exportgeschäft, die sich in der Zahlungsbilanz als Exportüberschüsse niederschlugen und Anlage suchten und durch eine in dieser Phase weitergehende Veränderung der Anteile an der Gesamtvermögensbildung. Mit der starken Erhöhung der Einkommen, trotz der weiter exorbitanten Steuerbelastung, nahm die Ersparnisbildung der kontraktbestimmten Einkommen, also der Nichtunternehmer, absolut und relativ zum Gesamteinkommen beträchtlich zu und verringerte automatisch die Gewinnquote der Unternehmungen. Ueber die Selbstfinanzierung in dieser Phase ist damit noch nichts ausgesagt, denn solange die Investitionsquote noch stärker zunimmt als die Ersparnisquote der Nichtunternehmer, wächst auch sie noch weiter und die "Neuvermögensbildung"[1] der Aktiengesellschaften vollzieht sich in deren Bilanzen, ohne den Kapitalmarkt zu berühren genau wie in den vorangegangenen Phasen.

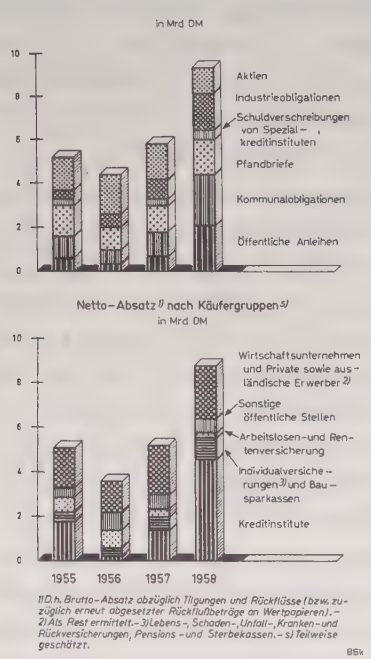
Wenn auch der Absatz von Wertpapieren zugenommen hat, jedoch wieder sehr zu Ungunsten der Emission von Aktien, zeigt sich vor allem bei der Betrachtung der Käufergruppen eine strukturelle Verschiebung zu Gunsten der Kreditinstitute.

Neben dem nach wie vor hohen Anteil der öffentlichen Hand und der Unternehmen an der Gesamtvermögensbildung weist der Absatz von Wertpapieren über die Kreditinstitute auf eine andere Schwäche des Kapitalmarktes hin. Sie ist eng verbunden mit einer Steigerung der Liquiditätspräferenz bei den Trägern der Kapitalbildung[2], ihre Ersparnisse Dritten zur Verfügung zu stellen. Sie wollten bei der Anlage der betref-

1) Neuvermögensbildung-Altvermögensbildung im Sinne einer Abgrenzung von Emissionsmarkt und Zirkulationsmarkt sind hier nicht gemeint. E. v. Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 8.

2) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958, S. 39.

Graphik 5: Der Bruttoabsatz nach Wertpapierarten von 1955-1958



Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958, S. 37.

fenden Mittel eine langfristige Bindung möglichst vermeiden und sie vor allem in einer Weise anlegen, die den Nominalwert keinem Kursrisiko aussetzte. Dieses psychologische Moment fand sich, verstärkt durch infolge Preisbewegungen ausgelöster Inflationstendenzen, besonders bei den privaten Haushalten und liess mehr Mittel auf den sehr festen Aktienmarkt fliessen, die den Nachfragedruck an der Börse noch mehr verschärften. Das fand seinen Ausdruck in einer nunmehr spekulativen Kurssteigerung, die in vielen Kreisen mühelose Gewinne erhoffen liess. Denn Spekulation bedeutet hier, eine optimistische Beurteilung der aus den veröffentlichten Bilanzen der Aktiengesellschaften nicht erkennbaren Substanzwerte.

Bei dem zunehmenden Interesse am Aktienmarkt, verstärkt durch eine verfrühte Reklame seitens der Bundesregierung ("Volksaktien"), konnte er für die Wirtschaft nicht die Bedeutung erlangen, die er hätte erreichen sollen, weil die für eine angemessene Emissionstätigkeit notwendigen rechtlichen und steuerlichen Voraussetzungen noch nicht geschaffen waren.

Ueber die Bundesbank konnte die Bundesregierung "die Geister, die sie gerufen hatte", nicht mehr bändigen, die kreditpolitischen Mittel mussten versagen.[1] So ist zu einem erheblichen Teil der spekulative Kursanstieg in dieser Phase auf eine zeitliche Diskrepanz zwischen einer schon 1957 angekündigten generellen Förderung des Kapitalmarktes von der steuerlichen Seite, die insbesondere die Gratisaktien-Aspiranten und leider auch solche, die keine waren, in den Vordergrund rücken liess, und ihrer späten Legalisierung im Dezember 1959[2] zurückzuführen.

Hier treten neben statische erstmalig für einen zu langen Zeitraum evolutorische Phänomene der Kursbildung. Eine beschleunigte Verabschiedung der Gesetze hätte die Zeitspanne für derartige Spekulationen wesentlich eingeschränkt.

Ohne eine Aussage über den materiellen Gehalt der Reformen zu machen, ist von diesem Gesichtspunkt eine baldige Verabschiedung der "Grossen Aktienrechtsreform" zu

---

1) Auszugsweise sei an dieser Stelle ein Schreiben der Bundesbank an die Spitzenverbände des Kreditgewerbes vom 12. Juli 1960 wiedergegeben:
"Der Zentralbankrat ... beobachtet mit ernster Sorge die sprunghaften Kurssteigerungen zahlreicher Werte. Je mehr Aktienkurse sich über die durch die Rendite der Aktien und durch die Ertragskraft der Unternehmungen bestimmten realen Grenzen hinausentwickeln, umso grösser ist die Gefahr von Rückschlägen mit den sich daraus entwickelnden Folgen. Wir legen den Kreditinstituten daher dringend nahe, dieser ungesunden Entwicklung nicht Vorschub zu leisten, sondern auf eine Mässigung der Börsenentwicklung hinzuwirken."

2) Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung, a.a.O.

wünschen. Nicht, damit der herrschenden Unklarheit und Rechtsunsicherheit im Aktienwesen ein Ende bereitet wird, sondern damit eine nunmehr potenziert spekulative Kursbildung unmöglich gemacht wird, die gegeben ist, wiederum durch eine zeitliche Diskrepanz zwischen der durchgeführten "Kleinen Aktienrechtsreform" als der vermögens- und steuerrechtlichen und der "Großen Aktienrechtsreform" als der verwaltungsrechtlichen.

In Konsequenz zu der nachfolgenden Systemverfeinerung der Kreditmärkte[1], die schon in den oben beschriebenen Phasen zur Klärung herangezogen wurde, muß an dieser Stelle ein Kreis geschlossen werden, indem darauf hingewiesen ist, daß durch die Kleine Aktienrechtsreform den Mitteln aus der Selbstfinanzierung die Hintertür zum organisierten Kapitalmarkt geöffnet wurde. Abgesehen von der gesellschaftspolitischen Problematik dieser Vorgänge ist bei einer solchen Verteilung der Vermögensbildung auf die Gefahr hinzuweisen, daß bei einer derartigen Struktur des Einkommenszuwachses gewöhnlich ein hoher Prozentsatz der Ersparnisse nicht durch die Vermittlung und vor allem nicht aufgrund der Selektion des Marktes investiert wird, was unter Umständen die rationellste Kapitalverwendung beeinträchtigt. Denn:

"Es gibt Eigeninteressen, die einer gesunden Marktbildung der Aktien widerstreben. Alle, die am Handel mit Aktien (als Vermittler) beteiligt sind, denken zuerst an ihre eigenen Interessen; wenn ihre (Vermittler-) Gewinne ungebührlich hoch sind, freuen sie sich darüber, und der Gedanke an das Interesse der Gesamtwirtschaft liegt ihnen fern."[2]

---

1) Vergleiche S. 113 ff.

2) E. Schmalenbach, Die Aktiengesellschaft, Köln 1950, S. 15.

2. Kapitel: Fundamentale Analyse der Aktienkurse

Die fundamentale Analyse der Aktienkurse will einen Zusammenhang zwischen den Schwankungen der gesamten Wirtschaftstätigkeit und der Entwicklung der Börsenkurse herstellen.[1] Sie geht davon aus, dass die Indizes der Aktienkurse als synthetische und systematische Konjunktur reihen ein primäres und ein induziertes Phänomen beschreiben.[2] Aus diesem Grunde hat die Bewegung der Aktienkurse in der Konjunkturtheorie ihre Beachtung gefunden,[3] umgekehrt ist aber auch die Konjunkturtheorie zu einer unerlässlichen Voraussetzung für die Wertschriftenanalyse geworden, der durch die Marktbeobachtung Rechnung getragen wird.[4][5] In den Bereich dieser Analyse sind die allgemeinen Merkmale der Staats- und Wirtschaftsverfassung des Landes miteinzubeziehen, ebenso rechtliche, politische und soziologische Aspekte, soweit sie auf die Kursbildung Einfluss haben. Die Ergebnisse, die sich

1) R. Erbe, Kursschwankungen und Konjunkturverlauf am amerikanischen Aktienmarkt, herausgegeben von der Privat-Kommerzbank AG, Zürich, o.J.

2) J.A. Schumpeter, Business Cycles, in der deutschen Uebersetzung von Klaus Dockhorn, Konjunkturzyklen II, Göttingen 1961, S. 703.

3) Es sei an dieser Stelle auf die wichtigsten Werke verwiesen, die zugleich einen Ueberblick über über den Stand der Konjunkturtheorie vermitteln und damit auch den Blick auf die einschlägige Literatur ausweiten, die im besonderen hier von Interesse ist:

   (1) J.A. Schumpeter, Business Cycles, a.a.O. Bd. II, Kapitel XIII. Der Zentralmarkt und die Börse, S. 658ff.

   (2) G. Haberler, Prosperität und Depression, deutsche Ausgabe, Tübingen-Zürich 1955, vor allem Kapitel 6, Psychologische Theorien, S. 141ff und die dort angegebene Literatur.

   (3) A. Spiethoff, Die wirtschaftlichen Wechsellagen, Tübingen-Zürich 1955, S. 57-69, 88-106.

4) F.R. Jacob, Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel-Stuttgart 1959, S. 117ff.

5) Veröffentlichung des Schweizerischen Bankvereins, Grundprobleme der Kapitalanlage in Wertschriften, o.J.

aus der Konjunkturtheorie im allgemeinen, für die Bewegung der Aktienkurse im besonderen gewinnen lassen, sind eindeutig[1]: "alle rein rationalen, kausalen oder funktionalen Konjunkturtheorien mögen in sich noch so schlüssig und alle zahlenmässigen Entwicklungsreihen mögen an sich noch so einheitlich erscheinen; jedoch gerade die Tatsache ihrer scheinbaren Verifizierbarkeit in einer Vergangenheit macht es wahrscheinlich, dass sie für die Analyse der Gegenwart, und macht es sicher, dass sie für die Prognose der Zukunft nicht zureichen. Denn immer treten neue Zielsetzungen auf und werden neue Mittel verwandt, immer wird die Kontinuität durch die Spontaneität gebrochen, immer wird das Bestehende durch neue Schöpfung verändert, immer ändern sich die Wirkungen mit der Wandlung des Gesellschaftskörpers und mit dem politischen und heute auch psychologischen, moralischen und menschlichen Umbruch der Welt." Damit ist der rationalen Konjunkturtheorie die Grenze gezogen, zugleich aber auch der Zusammenhang zwischen der Konjunktur und den Bewegungen der Aktienkurse in diesem Sinne durchbrochen. Noch etwas ist zu sagen: Da sich die Makrokonjunktur eines Landes als die Resultante verschiedener Einzelkonjunkturen ergibt, müssen sich am Aktienmarkt Sonderbewegungen - sowohl nach Branchen als auch nach Unternehmensgrösse zu unterscheiden - ergeben, die im Gegensatz zum Gesamtkonjunkturverlauf stehen können. Eines aber ist sicher: Eine konjunkturelle Betrachtung der Aktienkurse kann nur dann sinnvoll sein, wenn zuvor nachgewiesen wird, dass die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft so gross ist, dass sich eine fundamentale Analyse der Aktienkurse daraus rechtfertigen lässt. Daneben ist zu prüfen, wieweit die organisatorischen Fragen des Börsenverkehrs dem zur Analyse notwendigen Zusammenhang nicht entgegenstehen.

1) E. Salin: Stand und Aufgaben der Konjunkturforschung, in: A. Spiethoff, Die Wirtschaftlichen Wechsellagen, a.a.O., S. 1-10.

I. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften

1. Allgemeines

Bei der Bewertung von Wertpapieren erscheint es angebracht, sich mit der gesamtwirtschaftlichen Verfassung des Landes zu befassen, in dem die zu bewertenden Gesellschaften ihren Sitz haben.

Es ist auf Indikatoren hinzuweisen, die - in diesem Fall für die Bundesrepublik Deutschland - repräsentativ für die wirtschaftliche Entwicklung sind. Diese könnten sein:

Steueraufkommen des Bundes, der Länder und der Gemeinden; Investitionstätigkeit privater und öffentlicher Haushalte; Höhe der Arbeitslosigkeit und Zahl der offenen Stellen; Wagengestellung der Bundesbahnen; Lebenshaltungskosten-, Preis-, Produktions-, Grosshandelspreis-, Aufgrags- und Absatzindices amtlicher statistischer Behörden oder international bekannter Institutionen; Bargeldumlauf sowie Giralgeldkapazität; Abzahlungskredite; Lagerbestände; technischer Fortschritt; Bevölkerungswachstum; Entwicklung der Schrott- und Kupferpreise; Auftragseingang bei den Schlüsselindustrien (Stahl- und Automobilbranche sowie Bauhauptgewerbe); Verschuldung der Wirtschaft bei den Geschäftsbanken; Inanspruchnahme der Refinanzierungskontingente beim Zentralbanksystem seitens der Kreditinstitute; Höhe des Aussenhandels und seine Zusammensetzung; Höhe des Sozialproduktes und deren jährliche Zuwachsraten; Elektrizitätserzeugung; Kohlenförderung; Papierverbrauch usw.[1)2)]

1) Deutsche Bank AG., Wirtschaftliche Mitteilungen, April 1958, S. 3ff.

2) H.J. Teuber, Konservative, spekulative und Wuchsaktien, Diss. Köln 1958, S. 131.

Sind diese Indikatoren notwendig, um eine Konjunkturdiagnose zu stellen, so geht es hier mehr um die Aufgabe, vergleichbare Grössen aus den Gesamtbilanzen der Aktiengesellschaften zu finden, die bei einem Vergleich mit ausgewählten volkswirtschaftlichen Grössen die wirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik erkennen lassen. Aus der Wirtschaftstheorie bieten sich dazu die Methoden an, die allein ein echtes Bild vermitteln können, ausschliesslich vergleichbare Grössen miteinander in Beziehung zu setzen:[1] Bestandsgrössen, Strömungsgrössen und Umsätze.

2. Die Entwicklung der Aktiengesellschaften nach der Zahl und der Kapitalausstattung

Bei einer ökonomischen Analyse der AGen sind die Wirkungen zu beobachten, die von der Uebernahme dieser Rechtsform und Unternehmungsform (a) auf die Unternehmung, die sich dieser Rechtsform bedient, selbst reflektieren und dadurch (b) auf die Volkswirtschaft insgesamt ausstrahlen.[2] Bei einer notwendigen Untersuchung über die Bedeutung der AGen in der Bundesrepublik werden naheliegende Vergleiche entsprechender Wirkungen, die von den in verschiedenen Rechtsformen bestehenden Unternehmungen auf die Gesamtwirtschaft analog ausgehen könnten, ausgeklammert.[3] In der weiteren Analyse werden darum - im Sinne eines gesamtwirtschaftlichen Vergleiches - die aus dem Bereich der Unternehmungsform

1) V. Frank, Zur Problematik des Investmenttrusts, Diss. Basel 1961, S. 14.

2) Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Beitrag von K. Schwantag, Aktiengesellschaft in wirtschaftlicher Hinsicht, I. Bd., Göttingen 1956, S. 143.

3) Die moderne Theorie hat die Wirkungen, die von den verschiedenen Rechtsformen auf den Wirtschaftsprozess ausgehen, kaum je explizit untersucht, da sie bis in die letzten Jahrzehnte hinein die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge in weitgehender Abstraktion darzustellen pflegte. Erst seit kurzem erscheinen Aggregate wie Haushalte und Unternehmungen als Bestandteile der ökonomischen Analyse. Aber auch dabei werden die spezifischen Rechtsformen der Unternehmung kaum je als differenzierende Daten berücksichtigt.

Aktiengesellschaft verfügbaren Zahlen entweder den vergleichbaren volkswirtschaftlichen Gesamtgrössen gegenübergestellt oder einem Rest-Aggregat, das sich der Grösse nach aus der Differenz von gesamtwirtschaftlichen Zahlen und entsprechenden aus den zusammengefassten Bilanzen der Aktiengesellschaften ergibt.

An diese Stelle ist eine Grundsatzüberlegung aufzunehmen. Durch die Art der Kapitalaufbringung - dauernde Bindung der investierten Kapitalien an die AG bei gleichzeitiger freier Uebertragbarkeit der Kapitalanteile - ist bei zunehmender kapitalintensiver, industrieller Expansion die Schwierigkeit der Finanzierungsfrage bei Unternehmen in der Form der AG am leichtesten zu lösen. Das liesse vermuten, dass die AGen der BRD in der Zeit starker industrieller Entwicklung von 1950-1959 der Zahl und dem Grundkapital nach hätten zunehmen müssen.[1] Jedoch weist die amtliche Statistik für den Berichtszeitraum folgende Bestandsentwicklung der im juristischen Sinne tätigen AGen aus:

Tabelle 3: Entwicklung von Zahl und Kapital der AGen in der BRD

Jahr	Bestand am Jahresende			ausserdem AGen mit RM-Kapital	
	Anzahl	Grundkapital insgesamt Mill. DM	je AG 1.000	Anzahl	insgesamt Mill. RM
1951	2350	31 006	4 683	369	2 329
1952	2449	33 747	5 613	284	2 874
1953	2500	43 750	7 500	211	1 787
1954	2530	20 201	7 985	143	1 006
1955	2542	22 097	8 693	91	1 025
1956	2551	24 135	9 461	50	619
1957	2529	26 089	10 316	25	241
1958	2484	26 859	10 813	20	368
1959	2379	27 055	11 372	18	571
1960	2332	30 427	13 048		

Quelle: Bruno Gleitze, Wirtschafts- und Sozialstatistisches Handbuch, Köln 1960, S. 197,
Statistisches Jahrbuch für die BRD 1961, S. 197

1) Nur eine einzige AG ist im Berichtszeitraum in klassischer Weise durch unmittelbaren Appell ans Publikum mit Prospekt und Gründungszeichnungsangebot neu errichtet worden, und hier lag die Initiative bei einem Ausländer (Duttweiler, Gründung der Frisia AG, Emden). W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Konzentration II. a.a.O., S. 923.

Die Uebersicht zeigt eine rückläufige Zahl der Aktiengesellschaften bei gleichzeitigem Anwachsen der durchschnittlichen Kapitalausstattung. Neben kapitalmarkt- und steuerpolitischen Erwägungen ist diese Entwicklung vor allem auf Ursachen zurückzuführen, denen an Hand von Tabelle 4 über die zahlenmässige Entwicklung der Neugründungen und Auflösungen von Aktiengesellschaften nachgegangen werden soll.

Tabelle 4: Neugründungen und Auflösungen von Aktiengesellschaften mit auf DM umgestelltem Nominalkapital im Zeitraum von 1950-1959.

Jahr	Neugründungen (bzw.Ausgründungen)		Auflösungen	
	Anzahl	Nominalkapital in Mill. DM	Anzahl	Nominalkapital in Mill. DM
1952	83	1 508	66	223
1953	59	1 469		
1954	25	555	70	387
1955	18	132		
1956	14	42	48	129
1957				
1958	18	254	67	580
1959				

Quelle: Aus den Werten der einzelnen Wirtschaftsgruppen zusammengestellt nach: Die Entwicklung von Zahl und Kapital der Aktiengesellschaften in: Statistisches Jahrbuch der BRD, für die entsprechenden Jahrgänge 1953-1960, a.a.O.

Die Zahlen für Neugründungen gehen im Berichtszeitraum erwartungsgemäss zurück, jedoch fällt dabei ab 1953 eine abnehmende Ausstattung der Unternehmen mit Grundkapital auf.[1)]

1) Rudolf Dorner, Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt von der Währungsreform bis Ende 1956, Diss. München 1960, S. 173. Im Jahre 1952 ergibt sich bei den neugegründeten Industriegesellschaften eine durchschnittliche Grundkapitalausstattung von rund 16 Millionen DM, gegenüber einer von ca. 2 Millionen DM in 1956.

Es ist zu erkennen, dass die hohe Zahl von Neugründungen zu Beginn der fünfziger Jahre keine echten Neugründungen enthält, sondern vor allem die von den Militärregierungen erzwungenen Konzernentflechtungen widerspiegelt,[1)2)] die insbesondere im Bereich der chemischen Industrie[3)], der Montanindustrie[4)] und im Bankensektor[5)] zu Ausgründungen geführt haben.

Die Entflechtungsbestimmungen wirkten auf die Kursfindung am Aktienmarkt zurück. Dem vordergründigen Dezentralisationsbestreben mussten Wirtschaftlichkeits- und Ren-

---

1) Treffend dargestellt von Franz Boehm, Monopoly and Competition in Western Germany, in: Monopoly and Competition and their Regulation, edited by Edward H. Chamberlin, London 1954, S. 141 ff.

2) Die Entflechtungsbestimmungen basieren auf dem Artikel 12 des Potzdamer Abkommens (Dezentralisation monopolistischer Machtzusammenballungen). Amtsblatt der Mil.Reg. Deutschlands, Britisches Kontrollgebiet, Nr. 16, S. 412; Verordnung Nr. 78 der Mil. Reg. vom 12. 2. 1947.

3) Für die Entflechtung der IG-Farbenindustrie galt die Allgemeine Verfügung vom 18.11.1945, Art. 1 bis 1g in der Fassung vom 3.4.1945 gem. dem Gesetz Nr. 52 der Militärregierungen über die Sperre und Kontrolle von Vermögen (Amtsblatt der Mil.Reg. Deutschlands, Britisches Kontrollgebiet Nr. 5, S. 62.).

4) Für die Umgestaltung des deutschen Kohlenbergbaus und der deutschen Eisen- und Stahlindustrie war das Gesetz Nr. 75 vom 1o.11.1948 im Rahmen der Verordnung Nr. 78 der Mil.Reg. Deutschland. Britisches Kontrollgebiet Nr. 27, S. 1o25/1o26 relevant. Bei der Entflechtung des Krupp-Konzerns, dem auf Grund eines Abkommens vom 4.5. 1953 (vgl. Die Neuordnung bei Krupp, in: Der Volkswirt, 1953/54, S. 7) eine auf fünf Jahre ausgedehnte Verkaufsauflage erteilt wurde, hat der Schwede Axel Wenner Gren Hilfestellung gegeben und die zuständige Hohe Behörde in Luxemburg die Verkaufsfristen jährlich prolongiert.

5) Die Dekonzentration der drei deutschen Grossbanken basiert auf der Verordnung Nr. 133 vom 1.4.1948 der Britischen Militärregierung. (Amtsblatt der Mil.Reg. Deutschland, Britisches Kontrollgebiet Nr. 23, S. 71o/711.)
Eine fühlbare Erleichterung dieser Dezentralisationsbestimmungen brachte für die Nachfolgeinstitute das Gesetz über den Niederlassungsbereich (Grossbankengesetz vom 29. 3. 1952 BGBl I, S. 217). Die endgültige Beseitigung der Beschränkungen brachte das Gesetz zur Aufhebung der Beschränkung des Niederlassungsbereiches von Kreditinstituten vom 24. 12. 1956 (BGBl. I vom 24. 12. 1956, S. 1o73).

ditenerwägungen für die ausgegliederten Unternehmungen weichen. Damit ergaben sich für die Börse besondere Bewertungsprobleme,[1] sowohl für die Neugründungen als auch für die eines Teiles aus ihrem organischen Konzerngefüge beraubten Gesellschaften. Die Unsicherheit an der Börse war die Konsequenz gegenüber administrativen Bestimmungen der Militärregierungen. Die niedrigen Börsenkurse und -umsätze in der Neubewertungsphase finden damit eine zusätzliche Erklärung zumal die Entflechtungsbestimmungen vor allem die grossen Publikumsgesellschaften betrafen, deren Aktien einen hohen Börsenumsatzanteil hatten.

3. Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Investitionen.[2]

Die Zahlen für die Investitionen der Aktiengesellschaften in betriebswirtschaftlichem Sinn als Gesamtzugang der Anlagen aller Art stehen zur Verfügung (Tabelle 5); ihnen werden die volkswirtschaftlichen Gesamtinvestitionen gegenübergestellt, jedoch nur soweit, als die erfassten Aktiengesellschaften Träger dieser gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit sind und für sie repräsentativ. Die Anteile einzelner Wirtschaftsbereiche an ihr bleiben unberücksichtigt.[3][4] Dieser Verfahrensweg ist erlaubt, weil die verfügbaren betriebswirtschaftlichen Investitionen aus den Bilanzen der Aktiengesellschaften zugleich fast restlos

1) Die Neugründungen ausgegliederter Unternehmen war in den meisten Fällen nur möglich durch Einbringung von schwierig zu bewertenden Sach- (Real-)kapital, wodurch sich bei vielen Gesellschaften eine ungenügende Kapitalausstattung ergab.

2) Die Darstellung erfolgt in Anlehnung an die Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes unter der bei Tabelle 5 gegebenen Literatur.

3) Für die Verteilung der Anlagevermögen bei den Aktiengesellschaften unterschieden nach Gewerbegruppen. vgl.: Die Entwicklung von Zahl und Kapital der Aktiengesellschaften in den Statistischen Jahrbüchern der entsprechenden Jahrgänge 1953, S. 228/9, 1954 S. 206/7, 1955 S. 190/1, 1956 S. 182/3, 1957 S. 194/5, 1959 S. 158/9, 1961 S. 196/7.

4) Für die Verteilung der Anlagevermögen von ausgewählten Aktiengesellschaften nach Grössenklassen für die Geschäftsjahre 1948/49 und 1956 vergleiche die Uebergangsmatrix von Heinz König, Konzentration und Wachstum, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 115, S. 239ff.

auch volkswirtschaftliche sind. Das als Nachweis für eine echte Vergleichbarkeit der Investitionen der Aktiengesellschaften und der Volkswirtschaft, vorbehaltlich allerdings der Beträge, die in dem Zugang an Anlagen bei den Aktiengesellschaften mit ausgewiesen werden, aber für unbebaute Grundstücke oder für den Ankauf bereits bestehender Gebäude, Anlagen oder Maschinen aus dem Bereich von Nicht-Aktiengesellschaften verwandt wurden. Hierbei handelt es sich um privatwirtschaftliche Investitionen, die eben keine volkswirtschaftlichen sind.

Ein grundsätzlicher Mangel des verfügbaren Zahlenmaterials liegt in der unterschiedlichen zahlenmässigen Erfassung der Aktiengesellschaften in den aufeinanderfolgenden Jahren. Sie schwankt in den Extremwerten zwischen 88 % (1951) und 78 % (1959) gemessen an der Zahl aller bestehenden Gesellschaften. Immerhin werden aber gemessen an dem Grundkapital bis zu 96 % (1955) maximal und 92 % (1953) minimal erfasst.

Eine Gewichtung des vorliegenden Materials nach der Zahl der erfassten Gesellschaften verbietet sich von selbst; ebenso eine solche in Verbindung mit dem erfassten Grundkapital, weil es sich bei den aussenstehenden Gesellschaften nur um unbedeutende handelt, darum eine Gewichtung das Gesamtergebnis nur wenig ändern würde. Die erfassten Gesellschaften können repräsentativ für alle gelten, wenngleich eine Korrektur des prozentualen Investitionsanteils der Aktiengesellschaften an dem gesamten Investitionsvolumen gedanklich nach oben vorzunehmen ist. Die unbereinigten Zahlen zeigen für den Berichtszeitraum folgendes Bild:

Tabelle 5: Der Anteil der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Investitionen

Jahr	Gesamtinvestitionen (1)	Investitionen der Aktiengesellschaften (2)	(1) in v.H.von (2)
	in Millionen DM		
1948/49	22 586	2 365 (2036)*	10 %
1950	22 176	2 595 (2036)	12 %
1951	27 503	3 754 (2061)	14 %
1952	30 592	4 938 (2090)	16 %
1953	30 794	5 748 (2090)	19 %
1954	36 310	7 519 (1978)	21 %
1955	46 950	8 554 (1978)	18 %
1956	49 320	9 400 (1980)	19 %
1957	51 960	9 605 (1980)	19 %
1958	54 130	9 538 (1955)	18 %
1959	61 650	9 645 (1857)	16 %

* Zahl der jeweils erfassten Gesellschaften einschliesslich Banken, Versicherungsunternehmen und Beteiligungsgesellschaften.

Quelle: Statistisches Jahrbuch 1957, S. 561, 1961 S. 553; die Abschlüsse der Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1948/49 S. 15, 1950/51 S. 15, 1952/53 S. 15, 1955 S. 11, 1957 S. 6, 1958 S. 7, herausgegeben vom Statistischen Bundesamt Wiesbaden. Die Bilanzen der Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1958 und 1959 in Wirtschaft und Statistik (1961/4), S. 236.

Bei der Betrachtung der Zahlen ist noch ein weiterer Vorbehalt anzubringen: Sie erfassen nur die Investitionen, die in den Bilanzen der Aktiengesellschaften als Zugang an Sachanlagen ausgewiesen werden. Für beide, für die gesamtwirtschaftlichen wie für die Investitionen der Aktiengesellschaften gilt, dass die Grenze zwischen Investition einerseits und Unterhaltung und Instandsetzung andererseits nicht in allen Fällen eindeutig zu ziehen ist.[1)]

1) Die Abschlüsse der Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1948/49, a.a.O., S. 15.

Allgemein kann unterstellt werden, dass bei wachsender Betriebsgrösse Erneuerungsarbeiten, die sowohl dem Unterhalt als auch den Investitionen - dann natürlich als steuerwirksamer Aufwand - zugerechnet werden können, aus der Bilanzierung als Anlagenzugang umso mehr herausfallen, je grösser das Unternehmen ist. Aus diesem bilanztechnischen Zurechnungsproblem würde sich für die Tabelle ergeben - da die Aktiengesellschaften ohne Zweifel den Grossunternehmen zuzurechnen sind -, dass ihre nachgewiesenen Zugänge an Sachanlagen hinter den tatsächlichen merklich zurückgeblieben sein dürften. Das lässt auf eine wesentliche Erhöhung des prozentualen Investitionsanteils an den volkswirtschaftlichen Investitionen schliessen. Der absolute Betrag dieser steuerlich begünstigten, sogenannten geringwertigen Wirtschaftsgüter[1] ist statistisch nicht erfassbar. Dieser weitere Mangel der verfügbaren Zahlen zwingt also zu beachten, dass in dem Zugang an Sachanlagen die Investitionen mit ihrem Bruttobetrag, d.h. ohne Aufteilung in Ersatzinvestitionen und Neuinvestitionen, erfasst sind. Ebensowenig ist aus den veröffentlichten Abschreibungen der Aktiengesellschaften ein Anhaltspunkt dafür zu gewinnen, wie eine solche Aufteilung vorzunehmen wäre, weil die Abschreibungen neben den verbrauchsbedingten auch die gewinnbedingten Wertberichtigungen enthalten.

Der Neubeginn einer Entwicklung der Aktiengesellschaften ist für das verlängerte Geschäftsjahr 1948/49 gekennzeichnet durch einen gemessen an den nachfolgenden Jahren verhältnismässig geringen absoluten und relativen Anteil am Gesamtinvestitionsvolumen. Das mag darin seine Erklärung finden, dass die Investitionen der Nachfolgegesellschaften in der Montanindustrie in den Zahlen für 1948/49 nicht enthalten sind. Dadurch wird der Ausgangspunkt eines bis 1954 aufsteigenden Trends des Investitionsanteils der Aktiengesellschaften übermässig herabgesetzt.

---

1) Die Abschlüsse der Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1952/3, a.a.O., S. 14.

Auffallend für den Anteil der einzelnen Anlagearten am Gesamtbetrag bis 1954 ist der hohe Anteil der bebauten Grundstücke oder der relativ geringe Anteil der Maschinen und Werkzeuge.[1)2)] Wenn auch der Reinzugang bei den beiden letztgenannten Positionen in den ersten Jahren nach der Währungsreform weit höher lag als bei den Gebäuden, so wurden sie jedoch erheblich schneller wieder abgeschrieben.

Ab 1954 bis 1957 spielte sich der Anteil der Investitionen der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Investitionen auf rund ein Fünftel ein. Diese Konstanz wird unterbrochen durch einen unverständlichen Rückgang über 18 % (1958) auf 16 % (1959). Das hat zwei Gründe: (1) Die Zulassung der degressiven Abschreibung[3)] erlaubte eine Absetzung für Abnutzung in fallenden Jahresbeträgen.[4)5)] (2) Es wurden weniger Aktiengesellschaften erfasst, weil ein Teil der Aktiengesellschaften unter Zuhilfenahme einer handelsrechtlich[6)] und steuerlich[7)] begünstigten Umwandlung von der Rechtsform der Aktiengesellschaft in eine andere wandelten.

---

1) Das wird verständlich, wenn erkannt wird, dass der Anteil einzelner Anlagearten am Gesamtbetrag eine Funktion aus ihrem Anschaffungswert einerseits und dem durchschnittlichen Abschreibungssatz andererseits ist.

2) Die Kapital- und Bilanzumstellung der Aktiengesellschaften in: Bd. 60 der Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes der Reihe Statistik der Bundesrepublik Deutschland, Wiesbaden 1953.

3) § 7 des ESTG in der Fassung vom 13.11.1957 (BGBl I, S. 1793) mit den Aenderungen des Steueränderungsgesetzes vom 18.7.1958 (BGBl. I, S. 473).

4) Näheres über die steuerliche Abschreibungsmethode bei H. Gübbels, Handbuch der steuerlichen Abschreibung, Köln 1956.

5) Vergleiche ebenfalls die sehr gute Zusammenfassung in der Veröffentlichung der Deutschen Bank, Reform des Steuerrechts, 1958, Darmstadt, o.J.

6) Umwandlungsgesetz (UmwG) vom 12.11.1956 (BGBl. I, S. 844).

7) Umwandlungssteuergesetz (UmwStG) vom 11.10.1957 (BGBl I, S. 1713).

Da es sich bei diesen Umwandlungen z.T. auch um grosse Gesellschaften handelte, kann vermutet werden, dass sich hinter dem relativen Rückgang des Investitionsanteils eine absolute Zunahme der Investitionen - zumindestens jedoch Konstanz - für die verbliebenen Aktiengesellschaften verborgen hält.

4. Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen

Die Zahlen für die Abschreibungen der Aktiengesellschaften sind ebenfalls im betriebswirtschaftlichen Sinne erfasst, jedoch nur die Abschreibungen auf Sachanlagen, nicht solche auf das Vorratsvermögen und die Forderungen. Ihnen können die gesamtwirtschaftlichen Abschreibungen gegenübergestellt werden, da auch sie nur die Abschreibungen auf Anlageinvestitionen betreffen und somit eine echte Vergleichbarkeit gegeben ist.

Bezüglich des Zahlenmaterials sind analoge Vorbehalte zu machen wie im vorhergehenden Abschnitt.[1] Zur Berechnungsmethode der volkswirtschaftlichen Abschreibungen ist eine Vorbemerkung notwendig. Ausgangspunkt der Erfassung dieser Abschreibungen ist die Höhe der Abschreibungen im Jahre 1950, die durch eine Hochrechnung der Ergebnisse der Kostenstrukturstatistik 1950 - allerdings bewertet zu Wiederbeschaffungspreisen - bekannt war. Zur Fortschreibung der Abschreibungen für die Jahre nach 1950 wurden die Angaben über die Bruttoanlageinvestitionen nach Warenarten (mit unterschiedlicher Nutzungsdauer) unter Berücksichtigung der entsprechenden Abgänge benutzt.[2] Der Mangel dieser Fortschreibungstechnik wird um so grösser,

1) Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Investitionen, S. 39 ff.

2) Wirtschaft und Statistik (1960/3), S. 139.

je weiter der Zeitpunkt der letzten Erhebung zurückliegt. Darum können die Ergebnisse des Vergleiches mit einem Unsicherheitsfaktor behaftet sein, der mit zunehmendem zeitlichem Abstand vom Erhebungsjahr wächst.

Für den prozentualen Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen ergibt sich für die einzelnen Jahre folgendes Bild:

Tabelle 6: Der Anteil der erfassten Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen.[1]

1948/49	20 %	1955	35 %
1950	18 %	1956	34 %
1951	16 %	1957	34 %
1952	19 %	1958	34 %
1953	27 %	1959	34 %
1954	31 %		

In dem Ergebnis der gewonnenen Verhältniszahlen sind die unter dem Abschnitt Investitionen bereits besprochenen zahlenmässigen Erfassungsschwierigkeiten bei den Aktiengesellschaften zu berücksichtigen. Nur dadurch wird eine von 1948/49 (20 %) rückläufige prozentuale Beteiligung der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen

1) Der Tabelle liegen folgende Zahlen zu Grunde:

Jahr	Zahl der erf. AGen*	Abschreibungen d.AGen auf Sachanlagen	volkswirtschaftliche Abschreibungen
		Millionen DM	
1948/49	2 100	1 808	9 231
1950	2 061	1 767	10 080
1951	1 935	1 959	11 920
1952	1 935	2 457	13 310
1953	1 963	3 669	13 400
1954	1 963	4 255	13 580
1955	2 000	5 147	14 760
1956	2 000	5 590	16 550
1957	1 955	6 139	18 320
1958	1 955	6 644	19 850
1959	1 857	7 004	20 700

* einschliesslich Banken, Versicherungsunternehmen und Beteiligungsgesellschaften.

Quelle: Statistische Jahrbücher für die Bundesrepublik Deutschland, 1951 S.201, 1953 S.233, 1955 S.195, 1957 S.199 1959 S.163, Wirtschaft und Statistik (1960/3) S.139 und (1961) S.239

Abschreibungen auf den ersten Blick verständlich. Der Tiefpunkt wird 1951 mit einem Anteil von 16 % erreicht, dem ein stark aufsteigender Trend der Beteiligung der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Abschreibungen bis 1955 (35 %) folgt. Von diesem Jahre an spielt sich der prozentuale Anteil der Aktiengesellschaften an den Gesamtabschreibungen bei einem guten Drittel ein. Der ab 1951 grösser werdende Anteil der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Abschreibungen erstaunt umso mehr, als er mit dem Auslaufen der steuerlichen Begünstigung der Selbstfinanzierung zusammenfällt.[1)2)] Massgebenden Einfluss auf die Selbstfinanzierung hat von diesem Zeitpunkt nicht mehr die Steuer-Befreiung von nichtentnommenen Gewinnen; an ihre Stelle treten - und das wird sehr deutlich - die steuerrechtlichen Bestimmungen über das Mass an Abschreibungen, das durch die steuerliche Anerkennung der degressiven Abschreibung eine Investitionshilfe eröffnet, die hochgradig von der steuerlichen Gewinnbelastung abhängt.[3)4)]

Noch radikaler als die hohe Nachverrechnung transitorischer Aktivierungen durch freizügige Bewertungen oder Abschreibungen schlägt sich in dem Anteil der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Abschreibungen

---

1) Die steuerliche Begünstigung der Selbstfinanzierung erfolgte im Rahmen der §§ 7a, 10a, 32a EStG und § 36 IHG. Vergleiche dazu auch S. 93ff. Sie waren gesetzgeberische Massnahmen zur Förderung des Wiederaufbaus, die die Investitionsfinanzierung, die über den Kapitalmarkt nicht möglich war, erleichterten; sie wurden mit dem Einkommen- und Körperschaftssteueränderungsgesetz vom 27. Juni 1951 (BGBl I, S. 411) sehr eingeschränkt.

2) Hermann Greiffenhagen, Vom Einfluss der Steuern auf die Unternehmensfinanzierung, Düsseldorf 1959, S. 69-73.

3) Dazu ist zu bemerken, dass der Investitionsanreiz nicht nur bei hohen Jahresgewinnen spielt, sondern auch dazu verführt, Gewinnanteile steuerbegünstigt zu investieren, so dass sich bei sinkenden Gewinnen im nächsten Geschäftsjahr Liquiditätsschwierigkeiten einstellen können.

4) Hermann Greiffenhagen, Vom Einfluss der Steuern auf die Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 73, "So wirkt der Gesetzgeber mit seinem Anerbieten steuerbegünstigter Geldanlagen als Verführer ab vom rechten Weg kaufmännischer Vorsicht."

die Möglichkeit nieder, bei der Gewinnermittlung bestimmte Investitionen sofort in voller Höhe als Betriebsausgaben absetzen zu dürfen. Die namentlich von Grossunternehmen - sprich Aktiengesellschaften - erheblichen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung gehören in diese Kategorie.[1)2)3)]

5. Abschreibungen und Investitionen in ihrem Verhältnis zueinander

Die den Abschreibungen komplementäre Bezugsgrösse ist in einer Volkswirtschaft der Kapitalstock, bei den Aktiengesellschaften der Bilanzwert der Sachanlagen. Unter Vernachlässigung der Erhebungsschwierigkeiten des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks und der Problematik bei der Bilanzierung von Sachanlagen[4)] bei den Aktiengesellschaften liessen solche Verhältniszahlen einen Rückschluss auf noch vorhandene Abschreibungsreserven zu. Das ist hier ohne Interesse. Es soll vielmehr versucht werden, aus dem Verhältnis von Investitionen und Abschreibungen zu zeigen, in welch grösserem Umfange die Aktiengesellschaften ihren Finanzierungsbedarf über Abschreibungen befriedigt haben als volkswirtschaftliche Investitionen auf diesem Wege

1) Dieter Pohmer, Steuerliche Beeinflussung der Unternehmungskonzentration, in: Konzentration I, a.a.O., S. 1070.

2) Im Jahre 1958 wurden DM 995 Millionen für betriebseigene Forschung ausgegeben. FAZ Nr. 101 vom 30. April 1960. Das sind gemessen an den Abschreibungen der Aktiengesellschaften für 1958 rund 15 %; die für Forschungszwecke anteiligen Gehälter werden ohnehin als steuerwirksamer Aufwand verbucht, so dass die Forschungsinvestitionen ohne weiteres zu den Abschreibungen der Aktiengesellschaften auf Sachanlagen in Beziehung gesetzt werden können.

3) Im Gegensatz zur Forderung nach einer Aktivierungspflicht der Aufwendungen für Forschungs- und Entwicklungsarbeiten - weil die Investitionen trotz der grossen Risiken sich zumeist als rentabel erweisen - ist zu vertreten, die bisherige Regelung der steuerwirksamen Voll-Abschreibung beizubehalten, um eine Gefährdung des technischen Fortschrittes zu vermeiden.

4) Da - wie an anderer Stelle wiederholt betont (vgl. S. 42 ff.) - durchgeführte und ausgewiesene Abschreibungen auf Anlagen über ihren Abnutzungsgrad hinausgehen, würde sich ergeben, dass die tatsächliche Abschreibungsquote - Abschreibungen bezogen auf den Anschaffungswert der Sachanlagen - mit den errechneten Verhältniszahlen nicht identisch sein kann.

finanziert worden sind. Dieses Verfahren macht es notwendig, zu der ungewohnten Bezugsgrösse - Abschreibungen in Prozenten der Investitionen - zu bemerken, dass in den Abschreibungsbeträgen für ein bestimmtes Jahr noch solche Abschreibungen enthalten sind, die auf Investitionen aus vorangegangenen Jahren vorgenommen werden.[1)]

Bei einer Untersuchung der Prozentzahlen über einen längeren Zeitraum korrigiert sich dieser Fehler von selbst. Ausserdem wird er auf beiden Seiten - bei den Investitionen und bei den Abschreibungen - nicht berücksichtigt und beeinflusst darum die Aussagekraft der Prozentzahlen nur geringfügig. Es zeigt sich folgendes Ergebnis:

Tabelle 7: Abschreibungen in Prozenten der Investitionen

Jahre	(1)*	(2)**	(3)***
1950	45,5	42,5	68,1
1951	43,3	41,9	51,9
1952	43,5	42,3	65,5
1953	43,5	38,9	62,3
1954	37,4	32,4	57,8
1955	31,4	25,0	60,3
1956	33,6	27,5	60,3
1957	35,3	28,8	64,0
1958	36,7	29,7	69,3
1959	33,6	26,3	72,6

* Volkswirtschaftliche Abschreibungen in v.H. der volkswirtschaftlichen Anlageinvestitionen einschliesslich der Aktiengesellschaften.

** Volkswirtschaftliche Abschreibungen in v.H. der volkswirtschaftlichen Anlageinvestitionen ausschliesslich der Aktiengesellschaften.

*** Abschreibungen der Aktiengesellschaften in v.H. ihrer Anlageinvestitionen.

Quelle: Tabelle 5, Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Investitionen, S. 41 ; Tabelle 6; Der Anteil der Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen, S. 45 .

1) Bei einer Betrachtung der absoluten Zahlen wurde deutlich, dass die Investitionen (time-lead) den Abschreibungen (time-lag) mit einem zeitlichen Vorsprung von ca. 2 Jahren vorausliefen.

Unter (1) sind die prozentualen Anteile der volkswirtschaftlichen Abschreibungen an den volkswirtschaftlichen Investitionen einschliesslich der Aktiengesellschaften aufgeführt. Ein Vergleich in dem oben beschriebenen Sinne kann jedoch nur dann durchgeführt werden, wenn die Abschreibungen und Investitionen der Aktiengesellschaften aus denen der Gesamtwirtschaft herausgenommen werden. Das ist in Spalte (2) geschehen. Die zunehmende Differenz der Verhältniszahlen von (1) und (2) gibt den wachsenden Anteil der Aktiengesellschaften bei der Finanzierung über Abschreibungen im Rahmen der Gesamtwirtschaft wieder.[1] Der Beweis ist eindeutig: Die Bedeutung, die den Abschreibungen als Finanzierungsquelle zukommt, ist bei den Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft wesentlich höher als in der Rest-Volkswirtschaft.

Das Ausmass dieser Bedeutung wird klar, wenn die prozentualen Anteile der Abschreibungen auf Anlageinvestitionen bei den Aktiengesellschaften herangezogen werden. Das ist in Spalte (3) geschehen. Dabei zeigt sich im Vergleich mit Spalte (2), dass sich die Aktiengesellschaften stets im ganzen Berichtszeitraum erheblich mehr über Abschreibungen finanziert haben, als die Rest-Volkswirtschaft. Der Anteil dieser Finanzierungsart lag bei den Aktiengesellschaften 1951 mit minimal 10 % bis 1959 um knapp die Hälfte (46,3 %) höher.

6. Die Umsätze der Aktiengesellschaften

Ausgangspunkt für Untersuchungen, bei denen Umsätze zur Beweisführung herangezogen werden, ist zur Zeit die Umsatzsteuerstatistik;[2] sie ist auch im folgenden zu Grunde

---

1) Die Differenz betrug in den einzelnen Lahren:

1950	3,0 %	1954	5,0 %	1957	6,5 %
1951	1,4 %	1955	6,4 %	1958	7,0 %
1952	1,2 %	1956	6,1 %	1959	7,3 %
1953	4,6 %				

2) Gerhard Fürst, Konzentration der Betriebe und Unternehmungen, in: Konzentration I, a.a.O., S. 82. Die Umsatzsteuerstatistik ist hauptsächlich die Grundlage zur Messung von Konzentrationsvorgängen.

gelegt worden. Darum werden einige methodische Vorbemerkungen notwendig, bevor eine Betrachtung der angebrachten Tabellen vorgenommen wird.[1)]

Die Umsatzsteuerstatistik bringt Ergebnisse der Umsatzsteuerveranlagung, die nach dem Kriege erstmals für das Jahr 1950, nach Durchschriften der von den Finanzämtern ausgestellten Berechnungsbögen,[2)] durchgeführt wurde. Erfasst sind Unternehmen im Sinne von rechtlich selbständigen Einheiten,[3)] bei denen der steuerbare Gesamtumsatz bestehend aus umsatzsteuerpflichtigen und umsatzsteuerfreien Beträgen festgestellt wurde. Da bis zur kleinen Aktienrechtsreform im Jahre 1959 Umsatzangaben der Aktiengesellschaften in den Geschäftsberichten und in den Bilanzen - von Ausnahmen abgesehen - nicht veröffentlicht wurden, fehlte ein wichtiges Merkmal, um den Aktiengesellschaften entsprechend ihrem Umsatzanteil an dem volkswirtschaftlichen Gesamtumsatz und einzelnen ausgewählten Branchenumsätzen ihre gesamtwirtschaftliche und sektorale[4)] Bedeutung zumessen zu können. Wird der Umsatz der Aktiengesellschaften, der den Umsatzsteuerstatistiken entnommen ist, zu den gesamtwirtschaftlichen Umsätzen in Beziehung gesetzt, zeigt sich folgendes Bild:

---

1) Zur Methode der Umsatzsteuerstatistik vergleiche insbesondere Wirtschaft und Statistik (1954/4), S. 22.

2) Die nach Durchschnittsumsätzen besteuerten Landwirte ohne Buchführung wurden in einer nach den Steuerbescheiden für 1952 vorgenommenen Zusatzerhebung erfasst, deren Ergebnisse, auf den Stand von 1950 umgerechnet, auch in die Haupterhebung eingebaut wurden.

3) Die Umsatzsteuerstatistik enthält die Umsätze der Bundespost und Bundesbahn; ausgelassen wurden die Umsätze des Geld- und Versicherungswesens und der Kleinsteuerschuldner bis zu DM 20.

4) Bei einem prozentualen Vergleich der Umsätze der Aktiengesellschaften am Gesamtumsatz in einzelnen Gewerbegruppen in verschiedenen Jahren nach Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes zeigt sich folgendes Bild:

Tabelle 8: Prozentualer Anteil der Umsätze der erfassten Aktiengesellschaften am (1) volkswirtschaftlichen Gesamtumsatz und am (2) Industrieumsatz.[1]

Jahre	(1)	(2)
1950	16,5 %	50,4 %
1954	17,1 %	50,3 %
1955	17,7 %	51,1 %
1956	19,0 %	53,5 %
1957	18,9 %	53,6 %

ohne Saarland 1956 und 1957, einschliesslich West-Berlin.

Gewerbegruppen	Anteil der in dem entsprechenden Bereich tätigen Aktiengesellschaften am Gesamtumsatz in ausgewählten Gewerbegruppen in den angegebenen Jahren		
	1949	1955	1957
(1) Bergbau, Gewinnung und Verarbeitung von Steinen u.Erden, Energiewirtschaft	33,9%	59,8%	60,7%
(2) Eisen- und Metallerzeugung und Verarbeitung	36,8%	40,2%	40,4%
(3) Verarbeitendes Gewerbe (ohne Eisen- und Metallverarbeitung)	20,3%	23,9%	24,7%

Quellen: Die Abschlüsse der Aktiengesellschaften für das verlängerte Geschäftsjahr 1948/49, Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Stuttgart-Köln 1953, S. 6.
Statistisches Jahrbuch 1957, S. 203 und 443,
Statistisches Jahrbuch 1959, S. 392/3 und 166.

Damit wird immerhin bewiesen, dass sich die Aktiengesellschaften als Unternehmensform besonders in den Wirtschaftszweigen mit Grossanlagen und entsprechendem Kapitalbedarf aufdrängt, vor allem also bei dem Bergbau, der Schwerindustrie und der Energiewirtschaft. Bei den vergleichsweise niedrigen Umsatzzahlen für 1949 ist vor allem im Bereich des Bergbaus geltend zu machen, dass der Anteil dadurch gedrückt wurde, dass infolge der zu dem Zeitpunkt noch nicht abgeschlossenen Entflechtung die Aktiengesellschaften dieser Gewerbeart nur sehr unvollkommen erfasst werden konnten.

1) Der Berechnung liegen folgende Zahlen zu Grunde:

Jahre	volkswirtschaftl. Gesamtumsatz	Industrieumsatz	Zahl der erf. AGen	deren Umsatz
1950	245 513	80 281	2688	40 471
1954	413 311	140 759	2688	70 844
1955	479 744	166 298	2610	84 964
1956	523 300	185 402	2691	99 206
1957	565 398	199 551	2631	106 960

Quelle: Bruno Gleitze, Wirtschafts- und Sozialstatistisches

Das vermutbare Ergebnis weist auf eine kontinuierliche Erhöhung des Umsatzanteiles der Aktiengesellschaften an den Gesamtumsätzen und an den Industrieumsätzen hin. Jedoch bleibt das Ausmass der Anteile hinter der erwarteten Höhe zurück. Dies vor allem deshalb, weil in hochkonjunkturalen Zeiten die Beschäftigungs- und Absatzlage in den mittleren und kleinen Betrieben gewährleistet ist und darum erst in Zeiten eines Konjunkturrückganges eine exaktere Messung über das Vordringen der Grossunternehmen, insbesondere der Aktiengesellschaften, möglich sein wird.

Auffallend ist die Erhöhung des anteiligen Umsatzes der Aktiengesellschaften von 1955 auf 1956 an den Gesamtumsätzen (+ 1,3 %) und an den Industrieumsätzen (+ 2,4 %). Hierbei ist zu bedenken, dass in allen Zahlen für die Gesamtumsätze und die Industrieumsätze die Berliner Umsätze enthalten sind; die Umsätze der Berliner Aktiengesellschaften sind erst ab 1956 in die Umsätze der Aktiengesellschaften aufgenommen worden.[1)] Damit ergibt sich der sprunghafte Anstieg der Umsätze der Aktiengesellschaften ab 1956 als ein rein rechnerischer Ausdruck für eine gleichbleibend erfasste statistische Basis mit einer veränderten Beziehungsgrösse.

Ein Trend zur Vergrösserung des Umsatzanteils der Aktiengesellschaften wird erkennbar. Es muss jedoch davor gewarnt werden, die Beweiskraft der Zahlen zu überfordern, weil sich hinter den aus Umsatzsteuerstatistiken gewonnenen Zahlen Fehler verbergen, die auf veränderten steuerrechtlichen Tatbeständen beruhen und zahlenmässig nicht verifizierbar sind. Dabei ist vor allem an zwei gesetzliche Veränderungen zu denken:

Handbuch, a.a.O., S. 197 und 254.
Statistisches Jahrbuch für die Jahre 1953 S. 216, 1955 S. 201 und 425, 1957 S. 203, 1959 S. 166 und 391, 1961 S. 453, Wirtschaft und Statistik (1958/11) S. 592.

1) Eine Korrektur der angebrachten Zahlen war leider nicht möglich.

(1) Der ab 1. Oktober 1956 eingeführte und erstmals für das Jahr 1957 wirksame allgemeine Steuerfreibetrag bei Umsätzen bis zu DM 80 000 (§ 7a UStG[1]) schliesst die Erfassung der Umsätze von rd. einem Viertel aller Unternehmungen bei den Gesamtumsätzen aus.[2] Damit wird ab 1957 die Bezugsgrösse, der Gesamtumsatz, verkleinert und das gewonnene Ergebnis verfälscht.

(2) Ab 1957 wurde die umsatzsteuerliche Organschaft[3] in der Bundesrepublik wieder anerkannt[4]; bei bis dahin erfolgten Vertikalkonzentrationen zwischen allen vereinigten Produktionsstufen war ein Organverhältnis im Sinne des Umsatzsteuerrechtes nicht rechtsgültig. Die Anerkennung des umsatzsteuerwirksamen Organverhältnisses führte zu einer Nichtaufnahme der Organschaftumsätze in die auf Grund der Umsatzsteuerstatistiken erstellten Umsätze der

---

1) Gke., Die Unternehmen und ihre Umsätze nach Umsatzsteuergrössenklassen, Wirtschaft und Statistik, NF, Jg. 10 1958, S. 164ff., insbesondere Tabelle 1 auf S. 164.

Derselbe ebenda, Die Umsätze und ihre Besteuerung, S. 410.

2) Umsatzsteuergesetz in der Fassung vom 1.9.1951 (BGBl I, S. 791) unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Aenderung des Umsatzsteuergesetzes vom 21.12.1956 (BGBl I, S. 1080) in Verbindung mit dem § 1 der Verordnung zur Durchführung des § 7a des Umsatzsteuergesetzes. Vgl. dazu Plückebaum/Malitzky, Umsatzsteuergesetz mit Kommentar, 6. Aufl., Berlin-Köln 1955.

3) Die Organlehre im Rahmen der Umsatzsteuer wurde ab 1921 in der Rechtssprechung des Reichsfinanzhofes entwickelt und in die Neufassung des Umsatzsteuergesetzes aus dem Jahre 1934 aufgenommen. (H. Ritschl, Die Organschaft im Umsatzsteuerrecht, in: Finanzarchiv NF, 1955/56, Bd. 16, S. 399) Bis 1957 galt das Kontrollratsgesetz Nr. 15 Art. II (Steuer- und Zollblatt 1946, S. 21), das die Anerkennung der umsatzsteuerlichen Organschaft verbot. Vgl. dazu: F. Hoffmann, Unternehmenskonzentration und die Rechtssprechung des BFH, in: Konzentration II, S. 1158ff. D. Pohmer, Zur Frage der Wiedereinführung der umsatzsteuerlichen Organschaft und zum Problem der Unternehmereinheit juristischer Personen, in: Finanzarchiv NF, 1955/56, Bd. 16, S. 411.

4) 9. Gesetz zur Aenderung des Umsatzsteuergesetzes vom 18.10. 1957 (BGBl I, S. 1743). Dazu W. Eckhardt, Das 9. Gesetz zur Aenderung des Umsatzsteuergesetzes, in: Der Betriebs-Berater, 1957/20, S. 685ff.

Aktiengesellschaften. Das bedeutet für die obige Tabelle, dass die Beziehungsgrösse, der Umsatz der Aktiengesellschaft verkleinert wird und so die unter (1) angebrachte Einschränkung gegenüber dem gewonnenen Ergebnis kompensiert werden könnte.

Wieweit dadurch eine Korrektur erfolgt, ist nicht notwendig festzustellen. Insgesamt kann nachgewiesen werden, dass die Aktiengesellschaften gemessen an den Umsätzen ein erhebliches Potential innerhalb der westdeutschen Wirtschaft darstellen

II. Die Wertpapierbörsen

1.Das Wesen. Allgemeines

Die Abgrenzung der Börsen[1] zu den Märkten der Volkswirtschaft liegt in dem gleichzeitigen Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage.[2] Der Handelsgegenstand liefert die Abgrenzung der Börsen untereinander, denn alle dienen dem Verkehr in vertretbaren Gegenständen.[3] An der Effekten-Börse wird ein vertretbares Wertpapier gehandelt.[4] Hier wird der fungible Charakter der Wertpapieranlage offenbar, weil erst durch die Gewähr einer dauernden Verkaufsmöglichkeit die Rückwandlung des nicht-liquiden Geldkapitals in liquide Mittel möglich gemacht wird.

1) Max Weber, Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924, S. 289. Nach dem umfassendsten Begriff für die verschiedenen Börsen sind sie ein Markt, "auf welchem Kaufgeschäfte über Waren des Grosshandels und über Geldsorten, Wechsel und Wertpapiere zwischen Berufskaufleuten abgeschlossen werden. Diejenigen, welche börsengängige Waren oder Papiere kaufen... wollen..., und andere, die, weil sie Bargeld brauchen, solche verkaufen wollen, sind auf diesem ungeheuren Markt am sichersten, Verkäufer und Käufer zu dem zur Zeit für sie günstigstmöglichen Preise zu finden.
2) H. Hintner, Wertpapierbörsen, in: Die Wirtschaftswissenschaften (Lieferung 20), Wiesbaden 1960, S. 11.
3) Obst-Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, Stuttgart 1951, S. 516. § 91 BGB: Vertretbare Sachen im Sinne des Gesetzes sind bewegliche Sachen, die im Verkehr nach Zahl, Mass oder Gewicht bestimmt zu werden pflegen.
4) Adolf Weber, Geld, Banken, Börsen, 5. Aufl., München 1957, S. 312.

Die Börse gewährleistet eine vollkommene Markttransparenz; es gibt keine Präferenzen hinsichtlich des Produktes (sachliche) oder des Marktteilnehmers (persönliche); Transportkosten entfallen. Aus dem Charakter dieser vollkommenen Konkurrenzbeziehungen folgt, dass bei allen Anbietern im gleichen Zeitpunkt der gleiche Preis herrschen muss.[1] Die Bedingungen des Jevons'schen "Law of Indifference"[2] werden erfüllt. Die Börsen sind also vollkommene Märkte,[3] weil "durch die zeitliche und räumliche Konzentration von Angebot und Nachfrage die Börse zum sogenannten Punktmarkt wird, der für die Beteiligten eine vollständige Uebersicht (Transparenz) über Angebot und Nachfrage schafft."[4] Alle angebrachten Einschränkungen überzeugen nicht. Z.B. entfällt durch die Dezentralisation der Börse in einer Volkswirtschaft an verschiedene Börsenplätze die Bedingung der räumlichen Unterschiedslosigkeit, die aber in der Praxis durch die Arbitrage und der ihr zur Verfügung stehenden, modernen Nachrichtenübermittlung wiederhergestellt wird.

Unbestreitbar erfüllt die Börse alle Voraussetzungen für einen idealen und vollkommenen Markt, aber nur, weil sie in ein Marktformschema eingefügt ist, das ex definitione die Verhaltensweisen der Marktteilnehmer ausschliesst. Es kann keinem Zweifel unterliegen, dass für die Kursbildung allein das durch subjektive Bestimmungsgründe und subjektiven Entschluss gesteuerte Verhalten der Käufer und Verkäufer am Aktienmarkt relevant ist. Darum "ist der Aktienmarkt unvollkommen, aber er ist reibungsfreier als jeder andere Markt."[5]

---

1) Erich Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie II, a.a.O., S. 62.

2) W.St. Jevons, Die Theorie der politischen Oekonomie, deutsche Ausgabe, Jena 1924, S. 87.

3) H.v.Stackelberg, Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2. Auflage, Bern 1948, S. 221 ("Ein Markt, auf dem die sachlichen, personellen, räumlichen und zeitlichen Bedingungen des Prinzips der Unterschiedslosigkeit erfüllt sind, heisst vollkommener Markt.").

4) H. Hintner, Die Wirtschaftswissenschaften, a.a.O., S. 12.

5) J.A. Schumpeter, Konjunkturzyklen II, a.a.O., S. 706.

Seine Organisation erlaubt eine schnelle Durchführung von Entschlüssen, die die starke Reagibilität der Börse begründet.

Die Konsequenz, mit der die Börse den Entschluss zu einer Börsentransaktion von ihrer Ausführung durch Dritte (Banken, Makler) trennt, schafft einen Bereich der Anonymität, in dem die Börse "die Verteilung in der Richtung der Zentralisation ändert und die Konzentration der Kapitalien enorm beschleunigt."[1] Das Wesen der Börse schliesst die Möglichkeit zu einer unerkannten, privaten Machtentfaltung ein und war darum nicht nur in der frühkapitalistischen Zeit ein Ort, "wo die kleinen Fische von den Haifischen und die Schafe von den Börsenwölfen verschlungen werden."[2]

2. Grundsätzliches zur Kursbildung

a) Kostengesetz

Es wurde gezeigt, dass die unmittelbaren Schuldner-Gläubiger-Beziehungen über den Absatz und Erwerb von Obligationen oder die direkten Beteiligungen über Aktienkauf und -verkauf während des Berichtszeitraumes eine nur geringfügige Rolle spielten. Daneben wird die Kapitalmarktsituation gekennzeichnet durch eine zunehmende Geldmarktverflüssigung bei gleichzeitiger Erstarrung des Kapitalmarktzinses infolge autonomer Fixierung.[3] Dadurch wurde der natürliche Zusammenhang zwischen den Zinsen für einen kurz- bzw. langfristigen Kredit aufgelöst. Diese dirigistische Beeinflussung des Zinsniveaus liess eine Orientierung des Kurses an der üblichen Nettorenditenrechnung unmöglich werden. Dies ist die eine Seite, die aus einer zwangsläufigen ökonomischen Situation eine Revision des Renditendenkens als Bestimmungsfaktor am Aktienmarkt forderte.

---

1) Brief Friedrich Engels an Eduard Bernstein vom 8.2.1883, in: Die Briefe von Friedrich Engels an Eduard Bernstein, Berlin 1925, S. 11o.

2) Karl Marx, Das Kapital, Berlin 1959, Bd. III, S. 481.

3) E. Salin, Umstrittene Diskontpolitik in Westdeutschland, in: Basler Nachrichten Nr. 262 vom 24. 6. 1954.

Auf der anderen Seite wurden von der Wissenschaft her die im Zins als Preisregulator vertretenen Ansichten der Klassiker, für die Preisbildung eine Erklärung zu finden dadurch auf eine andere Grundlage gestellt, dass die subjektiven Anbieter-Nachfrager-Beziehungen in das Preisproblem einbezogen wurden. Das Primat lag bei dem Kostengesetz, obwohl Ricardo einschränkend die "Seltenheitsgüter" davon ausschloss, "da der Preis dieser nicht beliebig vermehrbaren Güter nicht durch die Produktionskosten, sondern durch die Seltenheit bestimmt wird."[1] Die Erkenntnis, dass der Wert und der Preis nicht allein von den aufgewendeten Kosten abhängt, sondern von einem die Nachfrage bestimmenden subjektiven Bedürfnis, geht auf Pareto zurück (Maximum an Ophelimität).[2]

An der Börse wird ein Gleichgewicht dann erreicht, wenn sich die Umsätze zu einem bestimmten Kurs eingespielt haben. Der wahre Wert eines Gutes k a n n in dem Augenblick im Preis (Kurs) verwirklicht werden, in dem am Markt bei vollkommenen Konkurrenzbeziehungen ein beliebig vermehrbares Gut nachgefragt wird. Hier ist eine Beschränkung auf rein kostentheoretische Preisüberlegungen erlaubt.

An der Effektenbörse wird immer ein "Gleichgewichtszustand bei festem Mengenbestand"[3] erreicht, der den Kurs stark subjektiv verfärbt. Darum kann die Kursbildung am Aktienmarkt nicht mit rein kostentheoretischen Ueberlegungen geklärt werden. Die Verhaltensweise der Nachfrager gibt die Bedürfnisse wieder, die die Käufer von Aktien befriedigen. Sie schlagen sich im Kurs nieder.

---

1) K. Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930, S. 6.

2) V. Pareto, Manuel d'Economie Politique, Paris 1924, zit. nach E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, II, a.a.O., S. 8.

3) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie II, a.a.O., S. 319 ff.

Es ist zu verstehen, dass die subjektiven Preisvorstellungen immer auf kostentheoretischen Ueberlegungen gründen. Der Einwand, dass der Kurs den objektiven Wert nicht ausdrücken kann, gilt nicht.[1] Es stimmt, dass der objektive Wert zeitweise dem Kurs nicht entspricht. Damit ist über das Ausschlagen des Kurspendels noch nichts gesagt; der Kurs kann höher oder niedriger liegen als der objektive Wert. Er unterliegt bestimmten, auch manipulierbaren Sondereinflüssen verschiedener Natur, aber immer spielen die wirtschaftlichen Faktoren, d.h. der objektive Wert, eine massgebende Rolle.[2] Erst seine B e u r t e i l u n g löst einen spekulativen oder psychologischen Kurseffekt aus.

Dabei soll allerdings nie vergessen werden, dass der Kurs nach dem Prinzip der Knappheit ausgerichtet ist. Der Ertrag und die Substanz, als die wirtschaftlichen Grundfaktoren der Kursbildung, werden durch dieses Prinzip in den Hintergrund gedrängt.

Die Analyse der Nachfrageseite auf dem Aktienmarkt zeigt eine starke Abhängigkeit von der Kaufkraft. Sie ist eine erfassbare Bestimmungsgrösse des Kurses[3] und wird bestimmt durch erwartetes Einkommen, Kassenbestand, Forderungen und Kreditmöglichkeiten.[4][5] Daran orientiert sich der subjektive Höchstpreis eines jeden am Aktienmarkt auftretenden Käufers. Erst wenn sich der Kurs an einem höheren Punkt einspielt, als der subjektive Höchstpreis beträgt, fällt ein Nachfrager aus.

---

1) K. Mellerowicz, Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, Berlin 1926, S. 49.

2) W. Prion, Die Kursbildung an der Wertpapierbörse, a.a.O., S. 132.

3) Vgl.: K. Meithner, Die Preisbildung an der Effektenbörse, a.a.O., S. 9.

4) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie II, a.a.O., S. 4.

5) Otto Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., ("Wir fassten die neuen Kursbestimmungsgründe, die sich aus der quantitativen Begrenzung des für die Börse verfügbaren Kaufkraftvolumens ergeben, zum Prinzip der verfügbaren Mittel zusammen."), S. 23.

Ebenso wie die Nachfrageseite ist die Angebotsseite zu analysieren (Verkäuferseite am Aktienmarkt). Neben subjektiven Verkaufsüberlegungen bestehen hier auch objektive. Der Verkäufer ist auf Grund kostentheoretischer Ueberlegungen an einen Mindestpreis gebunden; er wird seine Aktie nicht unter dem Ankaufspreis verkaufen wollen (Ausnahme: Notverkauf). Der Ankaufskurs ist das objektive Moment seines Mindestpreises. Hat ein Aktionär nicht die Absicht, seinen Anteil zu verkaufen, geht sein subjektiver Preis gegen unendlich; muss er aus einer Zwangslage heraus verkaufen, kann sein subjektiver Preis sehr klein werden.

Der Emittent ist weniger auf Grund kostentheoretischer Ueberlegungen, sondern vielmehr gesetzlich an einen Mindestpreis gebunden. Neben dem Verbot der Unterpari-Emissionen ist die Aktiengesellschaft gezwungen, die Kosten einer Emission nicht der Gewinn- und Verlustrechnung zu belasten. Zusammenfassend gilt für die Kursbildung am Aktienmarkt, dass es sich um einen Preis für Anteilswerte handelt, der nach dem Prinzip der Knappheit subjektiv verfälscht ist und infolge mangelnder Transparenz nie den nach dem Kostengesetz sich ergebenden objektiven Wert ausdrückt.

b) Erwartungsprinzip

Im Rahmen der "Psychologischen Theorien"[1)2)] zur Analyse der Konjunkturzyklen hat das Erwartungsprinzip seine Anwendung auf die Klärung der Börsenpreisbildung

1) G. Haberler, Prosperität und Depression, a.a.O., S. 141ff., insbesondere seine Anmerkung zu dem von der schwedischen Schule (E. Lindahl, G. Myrdal und B. Ohlin) entwickelten Begriff der wirtschaftlichen Erwartung.

2) W.A. Jöhr, Die Konjunkturschwankungen II, Tübingen-Zürich 1952, S. 588ff., hier als "sozialpsychologische Erklärung des Kernprozesses"; vgl. insbesondere auch S. 374ff. und die dort angegebene Literatur.

gefunden. Ueber Jevons[1], Lavington[2], Pigou[3] und Keynes[4] hat das psychologische Phänomen - fundiert durch die wissenschaftlichen Arbeiten von le Bon[5] und Freud[6] - als Hilfswerkzeug seinen Platz in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie gefunden.[7][8] Umgekehrt lässt sich in der psychologischen Literatur - ausser bei Katona[9] - keine Arbeit finden, die sich speziell mit den ökonomischen Erwartungen befasst hat. Bei dem Versuch eines Einbaus der von Keynes intuitiv gefundenen psychologischen Gesetzmässigkeiten in der Wirtschaft in das gültige psychologische Gerüst wird eines deutlich: Durch die "Denaturierung der Aktiengesellschaft infolge des Auseinanderfalls von Eigentum und Leitung findet eine

---

1) W.St. Jevons, Die Theorie der politischen Oekonomie, a.a.O.

2) F. Lavington, The Trade Cycle. An Account of the Causes producing Rhythmical Changes in the Activity of Business, London 1922.

3) A.C.Pigou, Industrial Fluctuations, 2. Aufl., London 1929.

4) J.M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, deutsche Ausgabe, München/Leipzig 1936, S. 206; die drei grundlegenden psychologischen Faktoren sind bei ihm der psychologische Hang zum Verbrauch, das psychologische Verhalten zur Liquidität und die psychologische Erwartung des zukünftigen Erträgnisses aus Kapitalwerten.

5) G. le Bon, Psychologie des Foules, deutsche Ausgabe, Stuttgart-Botnang 1951.

6) S. Freud, Massenpsychologie und Ich-Analyse, Wien 1921.

7) Eine praktische wirtschaftliche Bedeutung haben diese psychologischen Methoden auf dem Gebiet der Werbung erlangt.

8) Es ist ebenfalls hinzuweisen auf Schmölders-Schröder-Seidenfuss, J.M. Keynes als Psychologe, Berlin 1956. Die dort angegebene Literatur führt bis an den heutigen Stand der Psychologie in der ökonomischen Theorie heran.

9) G. Katona, Psychological Analysis of Economic Behaviour, New York 1951.

tägliche Neubewertung der Investitionen in Aktien an der Börse statt,[1] die einen schnellen und dauernden Besitzwechsel nach sich zieht (Börsenumsätze).[2] An der Fluktuation der Aktien ist hauptsächlich der Spekulant beteiligt, dessen relatives Investitionsverhalten weitaus labiler ist als das von Beteiligungsanlegern, deren Investitionsentscheide - im Gegensatz zu denen der Spekulanten - in einem institutionellen Rahmen gefällt werden, der langfristig stabil bleibt, weil er von anderen als nur emotionellen Phänomenen getragen wird.[3] Keynes unterscheidet zwar kurz- und langfristige Erwartungen, seine Konsequenzen aber basieren nur auf den persönlichen Erfahrungen, die er als erfolgreicher Spekulant erworben hat.[4] Bei ihm werden die Erwartungen des Beteiligungsanlegers und die des Spekulanten egalisiert.[5] Dass sie verschieden sein müssen, spiegelt die heutige Situation in einzelnen deutschen Aktiengesellschaften wider, bei denen eine Verlagerung der definitiven Unternehmensleitung vom Vorstand zum Aufsichtsrat beobachtet werden kann.

Daneben werden die zielstrebigen Aufkäufe von Aktiengesellschaften seitens Grossaktionären durch ein veraltetes Gesellschaftsrecht[6] begünstigt, durch massenpsychologische Wirkungen[7] behindert, soweit diese durch eine Mitläuferspekulation ausgelöst werden. So - jedoch nicht ausschliesslich - konnte es nicht verhindert werden, dass die Börse

---

1) J.M. Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, a.a.O., S. 127, "es ist, als ob ein Bauer, nachdem er nach dem Frühstück aufs Barometer geklopft hat, sich entscheiden könnte, sein Kapital vom Bauerngeschäft zwischen 10 und 11 Uhr vormittags zurückzuhiehen und wiedererwägen könnte, ob er es später in der Woche wieder einsetzen soll."

2) vgl. S. 64 ff.

3) R. Schröder, J.M. Keynes als Psychologe, in Schmölders-Schröder-Seidenfus, a.a.O., S. 71

4) R.F. Harrod, The Life of John Maynard Keynes, London 1951, S. 303 (Theory of Speculation), S. 294ff.(Practice of Speculation.

5) vgl. S. 3.

6) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, in: Schriften des Vereins für Sozialpolitik, NF Bd. 22, Berlin 1961, S. 34.

7) F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1921, spricht (S.96) vom Herdeninstinkt und Spieltrieb der Massen.

zu einem Toto-Feld des kleinen Mannes wurde, auf dem unbegrenzte Hoffnungen und bittere Enttäuschungen die Kurse unbegründet schwanken liessen nach einem "Gesetz der Extreme".[1] Darum muss sich die Börse - besonders in der Spekulationsphase - Ausdrücke gefallen lassen wie "Monte Carlo ohne Musik".[2] Das Resultat ist eine Schädigung der schlechtinformierten Kreise an der Börse und basiert nicht zuletzt auf der Begriffsverwechslung von (subjektivem) Kurs und (objektivem) Wert der Aktien.[3]

c) Börsenorganisation und Kursbildung

Es ist übertrieben, den Börsenorganen[4] (staatliche Börsenaufsicht, Börsenvorstand und Kursmakler) einen starken Einfluss auf die Kursentwicklung zuzuschreiben,[5] wenngleich zugestanden wird, dass mit der personellen Besetzung der Börsenorgane seitens des Staatskommissars als Vertreter der für die Börsenaufsicht zuständigen Landesregierung im Rahmen der Börsenusancen und der Vorschriften des Börsengesetzes ein loser Zusammenhang zwischen Börsenorganisation und Kursentwicklung erkennbar wird.

---

1) W. Bücke, Versuch einer Systematik der Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt, Diss. Frankfurt 1938, S. 89.

2) Adolf Weber, Geld, Banken, Börsen, a.a.O., S. 319.

3) J.G. Egger, Heutiger Kurs und innerer Wert der Aktien, Zürich 1932, S. 6; die irrige Vorstellung vom Börsenkurs als Wertmesser der Wertpapiere.

4) Einen guten Ueberblick über die institutionelle Entwicklung der Börsen in Deutschland und England verschafft E. Strück, Die Effektenbörse, Leipzig 1881; über den weiteren Ausbau des Börsenwesens berichtet K. Drage, Börsenwesen, in: Handwörterbuch des Kaufmanns (Hrsg. K. Bott), Hamburg-Berlin 1925, S. 596ff; ebenso P. Graf Czernin, Die Börse, Jena 1937.

5) K. Bellinger, Die Kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln 1956; von ihm wird der Zusammenhang zwischen Börsenorganen und Kursentwicklung (S. 32ff. zu sehr betont.

Allerdings gibt es Faktoren, die aus den Usancen und aus der Organisation der Börse auf den Kurs einwirken.[1)2)] So war es bisher in Westdeutschland üblich, nur Billigst- und Bestens-Aufträge zu erteilen und keine limitierten Kauf- bzw. Verkauforder; sie scheinen allerdings mehr und mehr Anwendung zu finden. Eine verstärkte Erteilung limitierter Kaufaufträge - für den Verkauf nach unten, für den Kauf nach oben begrenzt - kann und wird eine allgemeine Baisse bzw. Hausse, sobald der durchschnittliche Limitationspunkt erreicht wird, beschleunigen. Liegen weniger limitierte Aufträge im Markt, passt sich die Kursentwicklung schmiegsamer dem tatsächlichen Börsenverkauf an. Wie sehr allein durch eine Veröffentlichung der Börsenumsätze derartige technisch-organisatorisch bedingte Verluste verhindert werden können, bedarf keiner Erklärung.

Ein weiterer organisatorischer Kursbestimmungsfaktor ergibt sich aus der Art der Kursfestsetzung,[3)] die von der Landesregierung bestimmt wird. Die in Deutschland üblichen Arten der Kursfestsetzung sind:

(1) Die fortlaufende Notierung variabler Kurse

(2) Die einmalige Notierung von Einheitskursen.

Zu (1): Sie wird angewandt bei einer lebhaften Börsentätigkeit bei grossen Umsätzen. Dabei wird eine laufende Publikation der neuen Kurse notwendig. Ihr Vorteil

---

1) In diesem Zusammenhang wäre ebenfalls zu diskutieren, welchen Einfluss die Zulassung des Termingeschäfts in Deutschland auf die Kursgestaltung haben würde (dazu Per Jacobsson, Die Kontrolle über die Hausse, in: FAZ Nr. 212 vom 24.8.1955); auch die Fragen um die in Deutschland übliche Prozentnotiz oder Stücknotiz (nennwertlose Aktien) mit ihren Auswirkungen auf die Kursentwicklung gehörten hierher. Aber die Behandlung dieser Problemkreise gehen über den Rahmen dieser Arbeit hinaus und gehören nicht zusätzlich zu den Bestimmungsfaktoren am Aktienmarkt.

2) Die Bedeutung einer Bekanntgabe der Börsenumsätze für die Markttransparens und damit für die Kursgestaltung wird an anderer Stelle behandelt; vgl. S.73f.

3) Vgl. dazu: H. Kasten, Börsen, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Stuttgart-Tübingen-Göttingen 1959, S. 367; K. Bellinger, Die Kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, a.a.O., S. 13-22; H. Wanner, Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, a.a.O., S. 131-149.

ist eine laufend ändernde Kursnotiz, weil die Abschlüsse immer sofort nach Ordereingang erfolgen. Es wird ein Höchstmass an Transparens gewährleistet.

Zu (2): Durch die Bekanntgabe von nur einem - höchstens zwei - Einheitskursen, zu denen alle Umsätze getätigt werden, kann über den eigentlichen Geschäftsgang kein Ueberblick gewonnen werden. Der Tendenz wird seitens des Marktes durch Plus- bzw. Minus-Zeichen hinter den festgesetzten Kursen Rechnung getragen. Durch dieses System werden ungerechtfertigte Kursänderungen ausgeschlossen, zumal das Publikum bei einem Tendenzumschwung durch Auftragserteilung im Vorwege eine Kompensationsmöglichkeit hat. Durch diese Methode der Kursfestsetzung wird eine stufenweise tägliche Erstarrung des Kursniveaus erreicht.

3. Börsenumsätze

Auf eine Behandlung der Börsenumsätze in der Zeit von 1948 bis 1954 wird nicht nur infolge mangelhaften Zahlenmaterials verzichtet, sondern insbesondere aus zwei Gründen:

(1) Schwierigkeiten bei einer Vereinigung der bis dahin noch verzeichneten Umsätze in RM- und DM-Papieren,

(2) Stark eingeschränkte Umsätze infolge der noch nicht abgeschlossenen Wertpapierbereinigung, wenn auch ein Handel mit Lieferbarkeitsbescheinigungen (Treuhandgiroverkehr) möglich war.

Exkurs: Die Wertpapierbereinigung[1)]

Der Börse standen die im Kriege verlorengegangenen und in der Ostzone eingelagerten Wertpapiere nicht mehr zur Verfügung. Das Gesetz sollte die Eigentumsrechte an diesen

1) Gesetz zur Bereinigung des Wertpapierwesens vom 19.8.1949, WiGBl. S.295 (Wertpapierbereinigungsgesetz).

Effekten klären. Es bezog sich auf alle nach dem Depotgesetz[1] erfassten Papiere. Die Wertpapiere mussten bis zum 8.5.1945 ausgestellt sein und der Aussteller bis zum Inkrafttreten des Gesetzes seinen Sitz in Westdeutschland haben.[2] Die Anmeldung der vom Gesetz angesprochenen Wertpapiere war Zwang. Papiere ohne Lieferbarkeitsbescheinigung (Affidavit) verloren bei Inkrafttreten des Gesetzes ihre Gültigkeit. Für die so ungültig gewordenen Wertpapiere wurde eine Sammelurkunde (Töpfe) ausgestellt, an der jeder Miteigentum besass, dessen Ansprüche von der Prüfstelle anerkannt worden waren. Diese Sammelurkunden repräsentierten mithin den Wert aller kraftlos gewordenen Wertpapiere einer Effektenart. Rechnerisch ergab sich der effektive Wert dieser Sammelurkunden aus der Differenz zwischen dem Emissionsbetrag einer Effektenart und den entsprechenden, mit einer Lieferbarkeitsbescheinigung ausgestatteten Wertpapieren. Die Ausstellung der Sammelurkunde war unabhängig von der Anmeldung der zu beanspruchenden Wertpapiere. Eine Verbriefung der in der Sammelurkunde zusammengefassten Einzelansprüche in Einzelurkunden erfolgte erst nach Umstellung der Bilanzen auf Deutsche Mark.

Für die Feststellung der Ansprüche, die über die Anmeldestellen der Kreditinstitute zu erfolgen hatte, waren die eigens für diesen Zweck geschaffenen "Kammern für Wertpapierbereinigung" an den zuständigen Landgerichten - bestehend aus je einem Richter und zwei sachkundigen Beisitzern - verantwortlich. Die Beweislast für das rechtmässige Eigentum oder Miteigentum an den angemeldeten Effekten lag auf Seiten des Antragstellers.

---

1) Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4.2.1937, BGBl I, S. 171 (Depotgesetz).

2) Durch das Zweite Gesetz zur Aenderung und Ergänzung des Wertpapierbereinigungsgesetz vom 20.8.1953 (BGBl I, S. 940) fielen auch die Papiere solcher Unternehmen unter die Bereinigung, die bis zum 1.4.1945 ihren Sitz nach Westdeutschland verlegt hatten.

Waren die angemeldeten Beträge grösser als der Gesamtbetrag der Sammelurkunde, wurden zunächst die nachgewiesenen Ansprüche berücksichtigt und die glaubhaft gemachten Ansprüche aus dem verbliebenen Rest der Sammelurkunde zugeteilt befriedigt.

Für die Aktien und Kuxe war das Bereinigungsverfahren bereits Ende 1955 abgeschlossen. Von den deutschen Aktiengesellschaften mit einem zu bereinigenden Aktienkapital von 22,6 Mrd. Reichsmark waren nach dem Stand vom 31.12.1955 91,63 % der 3535 aufgerufenen Aktienarten bereinigt,[1] nennbetragsmässig lag der Anteil jedoch erst bei 71,7 %, wobei allerdings berücksichtigt werden muss, dass es sich bei vielen Gesellschaften nur noch um die letzten Anmeldungen handelte, die von den Kammern für Wertpapierbereinigung aus mancherlei Gründen noch nicht zum Abschluss gebracht werden konnten.[2]

Damit fand der nach Inkrafttreten der Wertpapierbereinigung eingerichtete Treuhandgiroverkehr in Zuteilungsrechten sein Ende. Zugleich wurde der grösste Teil der Reichsmark-Aktien in auf Deutsche Mark lautende Urkunden umgetauscht. Wenn in den folgenden Jahren noch RM-Aktien an der Börse gehandelt wurden, bezogen sich die Notierungen meist auf Gesellschaften, deren DM-Kapital unter Einstellung eines Kapitalentwertungskontos noch nicht endgültig festgesetzt worden war.

a) Börsenumsatz in Zahlen

Die Prozentnotiz an den westdeutschen Börsen macht eine Unterscheidung von zwei durch den Kurs miteinander verbundenen Umsätzen notwendig, den Umsatz in Nominalwerten und den in Kurswerten. Da die zur Verfügung stehenden Zahlen für Kurswertumsätze aus den gewogenen Durchschnittskursen

1) Börsen und Wirtschaftshandbuch 1956, a.a.O., S. 125.
2) Das Börsenbild 1955, Norddeutsche Bank, a.a.O., S. 27.

sämtlicher börsennotierter Aktien errechnet wurden, ist eine Beschränkung auf den Umsatz in Nominalwerten angezeigt. Das angebrachte Zahlenmaterial (Tabelle 8) darf allerdings nicht überfordert werden, weil nach Schätzungen[1] ein Drittel der Umsätze ausserbörslich getätigt werden. Diese Beträge sind durch eine Korrektur der verfügbaren Zahlen nach oben nicht in die Tabelle aufgenommen worden.

Die Börsenumsätze für einzelne Papiere wurden an den westdeutschen Börsen nicht wie in Amerika (durch den "ticker") laufend bekanntgegeben. Es war nicht einmal möglich, auf Anfrage Auskunft über den Umfang der Umsätze zu erhalten.[2] Allerdings sind nach neueren Bestrebungen im Sinne einer besseren Markttransparenz - zunächst jedoch nur an der Frankfurter Börse - die Zahlen für die Umsätze in einzelnen Papieren verfügbar.

Tabelle 8: Vierteljährliche Nominalwertumsätze im Monatsdurchschnitt in der amtlichen Börsenzeit in Millionen DM.[3]

Monatsdurchschnitt des	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
1.Vierteljahres	11	62	112	105	81	123	181	187
2.Vierteljahres	17	73	132	110	83	136	244	214
3.Vierteljahres	33	84	133	84	133	203	264	213
4.Vierteljahres	44	103	114	82	87	212	193	114
Gesamtjahresumsatz	317	945	1473	1143	1152	2022	2646	2184

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank vom März 1955, S. 67; Januar 1957, S. 102; Juli 1960,S. 130. Errechnet aus den angegebenen Messziffern bezogen auf 1953 = 100 (Gesamtumsatz 317 Millionen DM nominal) und auf 1954 = 100 (Gesamtumsatz 945 Millionen DM nominal).

1) Industriekurier, Nr. 37, vom 9.3.1961.

2) Ist der Umsatz an Degussa-Aktien geheim? in: FAZ, Nr. 242, vom 15.10.1960.

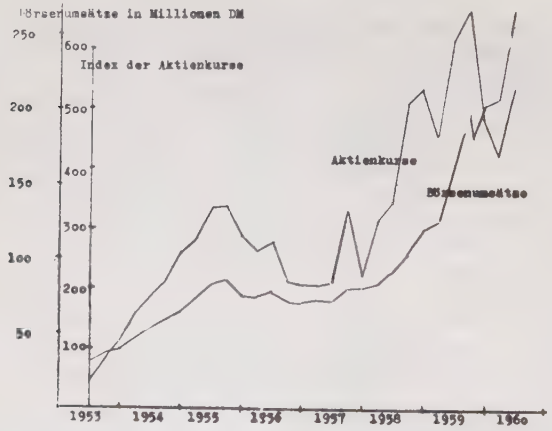
3) Die Tabelle gibt eine Rückrechnung der Indices für Börsenumsätze in den Jahren 1953 bis 1960 getätigt in der amtlichen Börsenzeit.

Die Tabelle ist die Grundlage für die im einzelnen zu untersuchenden Zusammenhänge zwischen Börsenumsatz und Börsenkurs, ebenfalls zwischen Börsenumsatz und Streubesitz, aber natürlich immer unter Berücksichtigung der angebrachten Einschränkungen gegenüber dem verfügbaren Zahlenmaterial.

b) Börsenumsatz und Börsenkurs

Zwischen Börsenumsatz und Börsenkurs besteht ein interdependenter Zusammenhang. Der Börsenkurs zeigt die Höhe, der Börsenumsatz den Umfang an, zu der und zu dem die Börsenabschlüsse getätigt werden. Die nachfolgende Graphik bringt eine Gegenüberstellung von Börsenkurs und -umsatz.

Graphik 6: Börsenumsätze und Börsenkurse*



* Beide im Vierteljahresdurchschnitt.

Quelle: Börsenumsätze laut Tabelle 8, S. 67.
Börsenkurse, Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Dezember 1956, S. 88 und Juli 1960, S. 130.

Ein erkennbarer gleichgerichteter Trend beweist, dass mit steigenden Kursen die Umsätze in Nominalwerten ebenfalls zunehmen. Hohe Umsätze bei gleichermassen angehobenen Kursen lassen eine Realisierung der Kursgewinne auf Seiten der Verkäufer vermuten; dass sich zur Erzielung von grossen Umsätzen bei hohen Kursen genügend, zumeist neu an die Börse herantretende Käufer finden, wird im allgemeinen unter dem Begriff der Suggestionskraft der Börse zusammengefasst.[1)2)] Diese These findet ihre Bestätigung dadurch, dass die Umsatzschwankungen mit steigenden Kursen grösser werden.[3)]

Für die Spekulationsphase ist im Rahmen dieser Arbeit auf eine nebenläufige Entwicklung hinzuweisen. Die für Grossaktionäre gebotene, steuerlich begünstigte Umwandlungsmöglichkeit bei Erreichen eines 75 %-Anteils an einer Gesellschaft veranlasste bei Bekanntwerden eines Aufkaufs eine Mitläuferspekulation, die in dem Augenblick ihr Ende fand, in dem die für eine Umwandlung notwendige Majorität erreicht war. In diesen Fällen kam es deswegen zu Umsätzen bei hohen Kursen, weil den letzten Anteilsspitzen vom Grossaktionär ein grösserer Wert beigemessen wurde, als vom Mitläufer. Eine Gewinnrealisierung beim Grossaktionär fand nicht an der Börse statt, sondern gesellschaftsintern bei der Umwandlung.[4)]

---

1) H. Wanner, Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, a.a.O., S. 167.

2) Innerhalb von zwei Jahren sind zu den etwa 700 000 Altaktionären in der Bundesrepublik rund 500 000 neue Besitzer von Aktien oder Investmentzertifikaten hinzugekommen. Mangels Unterlagen können die Zahlen von Experten nur geschätzt werden. Während in den USA 6 % (nach anderen Schätzungen auch 8 %) der Bevölkerung Wertpapiere besitzen, sind es in der Bundesrepublik knapp 2 %. Nationalzeitung, vom 1.8.1960.
Verstärkt durch die Volksaktien-Massnahmen wurde das Interesse des Publikums zum Börsenspiel vor allem dadurch geweckt, dass innerhalb eines Jahres viele Aktien einen Kurszuwachs von 70 % und bei einigen Spitzenpapieren noch wesentlich darüber erfahren haben.

3) Dazu: Index der Börsenumsätze im Bundesgebiet, in: Monatsberichte der Bank Deutscher Länder, 1955/10, S. 79.

4) Vgl. S. 218ff.

c) Börsenumsatz und Streubesitz

Sind die Börsenumsätze auch hochgradig abhängig von dem Kursniveau, so werden sie doch nicht unerheblich beeinflusst durch die Menge des der Börse zur Verfügung stehenden Materials, den Streubesitz.[1] Da angenommen werden darf, dass der ausserbörsliche Handel zumeist aus Beteiligungsbesitz kommt, nach dem statistische Einheiten des Bundesamtes dem Charakter nach also Dauer- bzw. Schachtelbesitz ist, können bei bekannten Umsätzen Rückschlüsse auf die Eigentumsstruktur bei den Aktiengesellschaften, deren Anteile an der Börse gehandelt werden, gezogen werden. Es ist weiterhin eine wirklichkeitsnahe Annahme, dass der in den Untersuchungen des Statistischen Bundesamtes ermittelte Streubesitz grösstenteils in dem Nominalkapital der Aktiengesellschaften enthalten sein muss, deren Anteilspapiere an der Börse notiert sind.

Tabelle 9: Börsenkotiertes Nominalkapital von 1953-1960

Jahre	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Anzahl der Gesellschaften	660	676	682	686	669	657	638	628
Stammkapital in Mill.DM	10166	10468	11781	12855	13647	14275	14573	16387

Quelle: Statistische Jahrbücher für die BRD, 1955 S. 367, 1957 S. 386, 1959 S. 336, 1961 S. 390.

Aus den Tabellen 8 und 9 wird der Jahresumsatz des Nominalkapitals in Prozenten des börsennotierten Nennkapitals errechnet. Dabei zeigt sich folgendes Bild:

1953	3 %	1957	8 %
1954	9 %	1958	14 %
1955	13 %	1959	18 %
1956	9 %	1960	13 %

1) Vgl. dazu Tabelle Nr. 17, S. 171.

Auch diese Prozentzahlen machen den Gleichschritt zwischen Kursentwicklung und Umsatzhöhe für die Konsolidierungsphase und für die Spekulationsphase deutlich.

Wird nunmenr der in den Untersuchungen[1] des Statistischen Bundesamtes ermittelte Streubesitz zu den Börsenumsätzen in Beziehung gesetzt, dann würden in den Erhebungsjahren folgende Streubesitz-Anteile in Prozenten ausgedrückt an den Börsen gehandelt:

1956: 12 % 1958: 23 % 1960: 20 %

Das begründet die Vermutungen über einen wesentlich grösseren Anteil des Schachtel- und Dauerbesitzes am gesamten Aktienkapitalbestand. Mithin muss der als Restposten ermittelte Streubesitz einen grossen Teil von Aktienkapital erfasst haben, der seinem Eigentumscharakter nach als Beteiligungsbesitz anzusprechen ist, denn nach Herabsetzung der Spekulationsfrist auf drei Monate muss angenommen werden, dass die Umlaufsgeschwindigkeiten des Streubesitzes mit abgerundet einem Zehntel im Jahre 1956, einem Viertel in 1958 und einem Fünftel in 1960 zu niedrig sind.

Die Vermutungen werden durch eine Untersuchung[2] über die Stückelung der Aktien bestätigt. Sie wurde ermöglicht als zugleich mit der Erhöhung des Grundkapitals zahlreicher Aktiengesellschaften im Jahre 1959 die Registergerichte fast immer zusammen mit dem neuen Kapitalbetrag auch den neuesten Stand der Stückelung veröffentlichten. Dabei zeigte die Stückelung der Stammaktien (die relativ wenigen Vorzugsaktien wurden aussen vor gelassen) von 2630 Aktiengesellschaften im Bundesgebiet (ohne Saarland) einschliesslich Berlin (West) Ende Juni 1959 folgendes Bild:

1) Vgl. S. 171.

2) Wirtschaft und Statistik, 11. Jg., Heft 12, Dezember 1959, S. 682.

Tabelle 1o: Die Stückelung der Aktien (Stand Juni 1959)

Nennwert der einzelnen Aktie	Stückzahl		Nominalbetrag insgesamt		Durchschnitt
	1ooo	v.H.	Mill.DM	v.H.	DM
unter 1oo DM bis 1ooo DM	43o79	7o,1	6162,4	22,5	--
1ooo DM	17178	28,o	17178,o	62,6	1ooo
über 1ooo DM	117o	1,9	41o9,8	14,9	3513
insgesamt	61427	1oo,o	2745o,2	1oo,o	447

Quelle: Wirtschaft und Statistik, Dezember 1959, Heft 12, S. 682.

Vorausgesetzt, dass sich der Dauerbesitz auf die grösseren Stücke - 1ooo DM und darüber - konzentriert, so ergibt sich für ihn ein gleich hoher Betrag wie für die Stücke zu 1ooo DM oder mehr insgesamt. Danach befänden sich 77,5 % oder DM 21,3 Mrd. Aktienkapital in festen Händen. Von dem verbleibenden Streubesitz mit 6,1 Mrd. DM oder 22,5 % wurden 1959 DM 2,7 Mrd. an den Börsen gehandelt. Ein prozentualer Anteil der Börsenumsätze von 44 % an dem so geschätzt verfügbaren Streubesitz dürfte annähernd der Wirklichkeit entsprechen. Die glaubhafte Umschlagsgeschwindigkeit des Streubesitzes liegt danach im Jahre 1959 bei knapp eineinhalb.

Bei diesen Ueberlegungen ist jedoch zu bedenken, dass die Grenzen einer willkürlichen Trennung des Aktienbestandes nach Dauer-, Schachtel- und Streubesitz durch die Kursentwicklung immer neu gezogen werden. Aktienbestand, der bei niedrigen Kursen noch Dauerbesitz war, kann bei höheren Kursen durchaus Streubesitz werden, denn es ist zu beobachten, dass in einer Hausse auch Material aus festen Händen an den Markt kommt, um die Kursgewinne sicherzustellen.[1)]

1) Obst-Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, a.a.O., S. 127.

d) Börsenumsatz und Kurswahrheit

Die Börsenumsätze als kursbildende Faktoren traten in den Kursblättern bisher nur in der Angabe von ((Geld) und B (Brief) in Erscheinung. Nach einer Untersuchung notierten in 26 Tagen 170 Pfandbriefe wie folgt: 4361 mal G oder bez. G, 102 mal bez. und nur 40 mal B, obwohl in Wirklichkeit ein grosses Angebot am Markt vorlag.[1] Hier wäre eine Kenntnis der genauen Umsätze nötig gewesen, um eine wirkliche Marktbeurteilung zu gewährleisten. Nur in der Angabe von G und B und den wenigen möglichen Varianten sind die Börsenumsätze keine kursbildenden Faktoren.

Die sprunghaften Kurssteigerungen an den westdeutschen Wertpapierbörsen veranlassten eine Diskussion um eine bessere Transparenz der Börsengeschehnisse. Sie sollte erreicht werden durch eine verstärkte Konzentration der Umsätze an die Börse, durch eine Veröffentlichung der Börsenumsätze und durch die Einschränkung oder sogar Verbot der Kompensationsgeschäfts.[2] Kurz gesagt, durch eine Wiedereinführung des Börsenzwangs.[3] Ist der Stankpunkt richtig, dass für die Kursbildung nur jeweils die Spitze - der Saldo zwischen Kauf- und Verkaufaufträgen - ausschlaggebend ist, dann kann trotzdem nicht bedenkenlos zugestimmt werden, dass durch die Verhinderung der Kompensation und die Einführung des Börsenzwangs die kritisierten Erscheinungen verhindert werden. Daneben müssten rechtliche Konsequenzen gezogen werden, die sich aus dem Fortfall des Selbsteintrittsrechtes der Effektenkommissionäre und des Vermittlungsmonopols der Makler ergeben würden.

---

1) H.J. Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt/M. 1959, S. 45.

2) P. Schade und H. Degener, Umstrittene Börsenreform," Die Welt"Nr. 306 vom 31.12.1960.

3) Erlass vom 15.10.1941 nach dem alle Umsätze in zum amtlichen Börsenhandel zugelassenen Aktien ausschliesslich durch Vermittlung eines amtlichen Kursmaklers oder eines freien Maklers zu den amtlich festgestellten Kursen zu erfolgen hatten. Vgl. H. Brem er, Börsenrecht, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, a.a.O., S. 378.

Unter dem Eindruck der Dow-Jones-Theorie, die ohne Kenntnis der genauen Umsatzzahl nicht denkbar ist - wenngleich die Gültigkeit der daraus gezogenen Konsequenzen noch bewiesen werden muss - steht fest, dass Umsatzzahlen nur dann einen Wert haben, wenn sie vollständig sind.[1)]

4. Sozialisierungstendenzen an der Börse

Das eigentumspolitische Programm der Bundesregierung hat das Ziel, mit der Ausgabe von Volksaktien den kleinen Sparer unmittelbar am Produktivkapital zu beteiligen. Sowohl bei der Teilreprivatisierung der Preussischen-Bergwerks und Hütten AG., wie bei der Privatisierung des Volkswagenwerkes bewegte sich der Emissionskurs an der unteren Grenze für eine nach kaufmännischen Gesichtspunkten vertretbare Bewertung. Dazu addiert sich bei der Ausgabe der Volkswagenaktien ein möglicher Sozialrabatt bis zu 20 % auf den Emissionskurs. Das war zugleich ein Anreiz zur Vermögensbildung und eine Belohnung für erbrachte Sparleistungen.

Unter dem Blickwinkel der Börse gewinnt der beschriebene Sozialrabatt eine andere Bedeutung. Das mit dem Wesen der Aktie und der Börse verbundene Risiko von Kursverlusten ist aus Furcht vor politischen Rückschlägen durch eine weit unter dem Marktpreis liegende Ausgabe der Volksaktien auf ein vertretbares Minimum beschränkt worden. In der Erinnerung an die dreissiger Jahre bedeutet der Sozialrabatt nichts weiter, als eine vorweggenommene Sozialisierung möglicher kommender Kursverluste.

1) O.V. Entweder ordentlich oder gar nicht, Die Welt Nr. 257 vom 4.11.1960; de Graaff in einem Vortrag vor der Hanseatischen Wertpapierbörse.

III. Wirtschaftspolitik und Börsenkurs

1. Grundsätze

Das Leitmotiv für eine Neukonzipierung der westdeutschen Wirtschaftspolitik nach dem Kriege und der Währungsreform verrät eine inverse Reaktion auf die vorangegangene, zu einer Karikatur herabgewürdigten Planwirtschaft.[1] "Unter Auswertung des illustrativen Anschauungsmaterials der allerjüngsten deutschen Vergangenheit"[2] schuf Eucken die "erste geschlossene Theorie der Wirtschaftspolitik"[2], den - nicht von Eucken selbst - sogenannten Neo-Liberalismus; er ist das Fundament der "Sozialen Marktwirtschaft". Dieser - von Müller-Armack politisch-attraktiv geprägte[3] - Begriff bezeichnet die in die Praxis umgesetzte Interpretation des Euckenschen Lehrgebäudes. Das Ergebnis:

Die Erkenntnis, dass die Verwirklichung beider, eines klassischen Liberalismus - Herrschaft ohne Ordnung im Sinne des laissez-faire[4] - als Antipode des klassischen Sozialismus - völlige Beseitigung des wirtschaftlichen Freiheits- und Machtspielraumes - immer Utopie bleiben würde,[5] begründet das Konzept einer neuen[6], der Wirtschaftspolitik des vollkommenen Wettbewerbs. Sie stellt in ihren doktrinären Grundauffassungen einen Kompromiss zwischen freier Marktwirtschaft und Zentralverwaltungswirtschaft dar.

---

1) H.C. Wallich, The Manisprings of the German Revival, a.a.O., S. 109.

2) E. Salin, Nachwort in: W. Eucken, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 3. unv. Auf. Tübingen-Zürich 1960, S. 382.

3) A. Müller-Armack, Die Wirtschaftsordnung sozial gesehen, in: Ordo, Bd. I, 1948.

4) Das Denken im Sinne des laissez-faire ging davon aus, "dass sich bei Wahrung des Rechtsprinzips von selbst eine gute Wirtschaftsordnung aus den spontanen Kräften der Wirtschaft entwickeln würde." W. Eucken, Unter Zeitalter der Misserfolge, 5 Vorträge zur Wirtschaftspolitik, Rübingen 1951, S. 4. Dabei hat sich gezeigt, "dass die Gewährung von Freiheit eine Gefahr für die Freiheit werden kann, wenn sie die Bildung einer privaten Macht ermöglicht. W. Eucken, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, a.a.O., S. 53.

5) H.D. Ortlieb, Der Mensch in der Wirtschaftsordnung, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 2. Jahrg. Tübingen 1957, S. 22.

6) F.A. Lutz, Einwände gegen die Wettbewerbsordnung, in: Ordo, 1953, Bd. 5, S. 245ff, insbes. S. 252.

Die Notwendigkeit eines Kompromisses wurde schon früher erkannt, in dem Sinn, dass ein staatlicher Interventionismus eine kontinuierliche Wirtschaftsentwicklung im Gegensatz zu liberalen Auffassungen[1] garantieren kann. Insofern ist die soziale Marktwirtschaft keine Patentlösung. Der Unterschied aller Kompromisslösungen, darum dem Charakter nach immer von einer mehr oder weniger grossen interventionistischen Auffassung getragen, ist gradueller Art und liegt allein darin, auf welchen Gebieten, in welcher Form und in welchem Ausmass Eingriffe des Staates gestattet werden sollen.[2] Gleichbleibend für alle Kompromisslösungen stellt das wirtschaftliche Zusammenleben ein staatliches Gestaltungsproblem dar, dessen Lösung die Aufgabe einer staatlichen Wirtschaftspolitik ist. Nach dem Vorschlag Euckens hat sie mit der Erstellung eines wirtschaftlichen Ordnungsrahmens zu beginnen.

Unter Abstrahierung aller simplen Wahltaktik stellte das "Ahlener Programm"[3] der CDU die erste Konzipierung der westdeutschen Wirtschaftspolitik dar: den geforderten Ordnungsrahmen. Innerhalb seiner Grenzen sollte sich das ökonomische Geschehen vollziehen, d.h. danach sollte die Wirtschaftspolitik als Ordnungspolitik wirksam werden. "Unter (ihr) sind alle rechtlich organisatorischen Normen zu verstehen, die l a n g f r i s t i g e Rahmenbedingungen für den Wirtschaftsprozess schaffen und damit die strukturellen Relationen der Volkswirtschaft verändern.[4]"

---

1) In diesem Zusammenhang sei verwiesen auf F.A. Hayek, The Road to Serfdom, London 1944.
L. v.Mises, Kritik des Interventionismus, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsideologie der Gegenwart, Jena 1929.

2) E. Küng, Der Interventionismus, Volkswirtschaftliche Theorie der staatlichen Wirtschaftspolitik, Bern 1941.
F. Marbach, Zur Frage der wirtschaftlichen Staatsintervention, Bern o.J. (1950).

3) Das Ahlener Wirtschafts- und Sozialprogramm der CDU wurde unter dem Schlagwort "CDU überwindet Kapitalismus und Marxismus" vom Zonenausschuss der CDU für die britische Zone auf seiner Tagung vom 1.-3. Februar in Ahlen entworfen.

4) E. Tuchtfeldt, Das Instrumentarium der Wirtschaftspolitik, Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, a.a.O., S. 55.

So ist das "Ahlener Programm" der CDU nicht als wahltaktischer, geschweige denn als punktueller Eingriff zu werten, sondern aus dialektischen Gründen zunächst als Konstituierung eines nach bestimmten Prinzipien aufeinander abgestimmten Ordnungsgefüges, als die "Soziale Marktwirtschaft".

Im Vordergrund stand das Problem der Ueberwindung der deutschen industriellen Vergangenheit durch eine neue Wirtschaftsstruktur. Der Grundgedanke war die Erkenntnis, dass die Herrschaft des privaten Kapitalismus vorbei war, nicht aber durch einen Staatskapitalismus ersetzt werden sollte, sondern eine Wirtschaft proklamierte, die "die Mängel der Vergangenheit vermeidet und die Möglichkeit zu technischem Fortschritt und zur schöpferischen Initiative des einzelnen lässt."[1)]

Im Mittelpunkt dieses Ordnungsgefüges stand die sog. Wettbewerbsordnung, die Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems bei vollständiger Konkurrenz. Die ausgleichende Steuerfunktion zwischen Angebot und Nachfrage soll dabei in der sozialen Marktwirtschaft weitgehend vom Preis übernommen werden.[2)]

Neben diese "konstituierenden Prinzipien"[3)] haben die "regulierenden Prinzipien"[4)] zu treten, die systemfremde Ordnungsformen zu korrigieren haben, die sich innerhalb des erstellten Ordnungsrahmens, der Wettbewerbsordnung bilden könnten.

---

1) W. Pritzkoleit, Das kommandierte Wunder, a.a.O., S. 735.

2) F. Etzel, Wohin strebt die Steuerpolitik? Handelsblatt vom 31.12.1957, Gesetz und Verordnungsblatt des Wirtschaftsrates des Vereinigten Wirtschaftsgebietes 1948, 59ff. (Gesetz über Leitsätze für die Bewirtschaftung und Preispolitik nach der Geldreform vom 24.6.1948)

3) W. Eucken, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, a.a.O., S.254ff.

4) ebenda, S. 291ff.

Der für den Aktienmarkt und die Aktiengesellschaften in dem "Ahlener Programm" geschaffene Ordnungsrahmen lässt sich in drei Punkten zusammenfassen:

(1) der private Aktienbesitz, der dem Eigentum oder dem Stimmrecht nach in einer Hand vereinigt ist, sollte in der Höhe gesetzlich begrenzt werden.-

(2) die Neugestaltung der Verhältnisse zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern sollte den Arbeitnehmern eine Vertretung in den Aufsichtsräten und Vorständen der Aktiengesellschaften einräumen, zwecks Verwirklichung ihres Mitbestimmungsrechts an den grundlegenden Fragen der wirtschaftlichen Planung, der sozialen Gestaltung und der Ausarbeitung geeigneter Massnahmen zur Arbeitnehmerbeteiligung am Ertrage.-

(3) die Aenderung der Besitz- und Machtverhältnisse in der Wirtschaft sollte ein machtverteilendes Prinzip zur Anwendung bringen, so dass die Vorherrschaft des Privatkapitals zugunsten einer Beteiligung von Ländern, Gemeinden, Arbeitnehmern und Genossenschaften gebrochen werden sollte. Danach sollten die Vertreter des nicht-privaten Kapitals am Aktienkapital grosser Gesellschaften beteiligt werden, dass sie zusammen, jedoch keiner von ihnen allein, die absolute Mehrheit der Stimmen in den Hauptversammlungen haben. Kein Beauftragter der privaten Hand oder Aktionär sollte über mehr als 10 %, kein Aktionär des nicht-privaten Kapitals über mehr als 15 % der Stimmen in den Hauptversammlungen direkt oder indirekt verfügen.

Indessen muss heute rückblickend festgestellt werden, dass das deutsche Konzernwesen seit 1948 nicht trotz der beschriebenen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen und der alliierten Entflechtungsbestimmungen, sondern gerade durch sie zu einer für die Wettbewerbsordnung strukturell bedeutsamen Bildung von faktischen Monopolen, Teilmonopolen

und Oligopolen gelangt ist.[1] Die Tatsache wird durch die Untersuchungen des Statistischen Bundesamtes über das Eigentum an den deutschen Aktiengesellschaften eindrücklich belegt.[2] Eine Betrachtung der Vorgänge am Aktienmarkt und der Machtkämpfe innerhalb einzelner Gesellschaften lassen den sozialen Anstrich einer damals so proklamierten Marktwirtschaft als eine diabolische Farce erscheinen. Der Wirtschaftspolitische Hintergrund der Kursentwicklung verrät das Fehlen einer Gesamtkonzeption auf diesem Gebiet überhaupt; zwar ist der im Euckenschen Sinn verlangte Ordnungsrahmen aufgestellt aber nicht durchgeführt worden. Die notwendigerweise konstanten konstituierenden Prinzipien haben sich in der Praxis geändert und die regulierenden Prinzipien haben sich häufig als ein zweischneidiges Schwert erwiesen, zumal sie bei wechselnden wirtschaftspolitischen Zielen angewandt wurden.

2. Wirtschaftspolitischer Hintergrund der Kursentwicklung

In Analogie zu den beschriebenen Kursentwicklungsphasen lässt sich unter dem Gesichtspunkt der verschiedenen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen der wirtschaftspolitische Hintergrund seit der Währungsreform ebenfalls in drei, zeitlich fast gleichlaufende Perioden einteilen.[3] Allerdings sind im Gegensatz zu einer Periodisierung der Kursentwicklung die Grenzen hier fliessender und unbestimmbarer, vor allem deswegen, weil die zwar festliegenden wirtschaftspolitischen Zielsetzungen - Vollbeschäftigung, Wachstum, Preisstabilität, gerechte Einkommensverteilung, Zahlungsbilanzgleichgewicht - einmal in sich graduell verschieden formuliert und durchgeführt werden können und ausserdem, wenn sie nebeneinander bestehen, unterschiedlich bevorrechtigt werden. Die Einteilung gestattet aber eine bessere Einsicht in

1) W. Meinhold, Die Wirtschaftspolitik Westdeutschlands unter dem Gesichtspunkt der Wirtschaftsforschung, in: Wirtschaftssysteme des Westens, Hrsg. R. Frei, Basel-Tübingen, 1959, S. 25ff.

2) Vgl. S. 169ff.

3) H. Meinhold, Westdeutsche Wirtschaftspolitik und Konzentration, in: Konzentration II, a.a.O., S. 1333ff.

den Zusammenhang zwischen Kursentwicklung und Wirtschaftspolitik und ist erlaubt, weil dadurch der Fehler dieser ungenauen, darum tückischen Schematisierung aufgewogen wird.

a) Die Wachstumsetappe

Zusammenfallend mit der Neubewertungsphase liegt die wirtschaftspolitische Etappe eines schnellen wirtschaftlichen Fortschrittes zwischen 1948 und 1954. Die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik auf die Ziele der Vollbeschäftigung und eines schnellen Wachstums sind genügend bekannt und bedürfen keiner Erklärung. Die angestrebten Ziele wurden erreicht durch die Freigabe der Märkte und vor allem durch eine starke Förderung der Unternehmerinvestitionem; diese wegen ihrer negativen Distributionseffekte in der Oeffentlichkeit zunächst nicht zugegebene, jedoch allein angewandte Methodik zur Erreichung einer überdurchschnittlichen Zuwachsrate war unabhängig von der Höhe der Ersparnisbildung bei den Haushalten, die nach der Domar-Harrod-Theorie bei unterstellter Konstanz eines marginalen Kapitalkoeffizienten ausschliesslich ein gleichgewichtiges Wachstum garantieren kann.[1] Die einseitige Begünstigung der unternehmerischen Ersparnis durch den steuerrechtlichen Anreiz, ja Zwang zur unternehmerischen Investition führte zu einem ungleichgewichtigen Wachstum. Aehnliche Wirkungen sind von der absoluten und relativen Zunahme staatlicher Investitionen ausgegangen, denn sie bezogen sich nicht nur auf unmittelbare Regierungsinvestitionen, sondern waren durch die über die öffentlichen Haushalte ganz oder teilweise finanzierten privaten Investitionen auch im unternehmerischen Bereich wirksam.[2] Das Ergebnis war ein für die Kursbewegung relevanter Vermögenszuwachs bei den Unternehmen, der aus verschiedenen steuerlichen und rechtlichen Gründen an die wirtschaftlichen Anteilseigner, die Aktionäre, nicht weitergegeben wurde.

1) G. Bombach, Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, a.a.O., S. 50.

2) ebenda, S. 51.

Dieses Ergebnis ist durch eine andere Tatsache zu erhärten. "Weil die Zerschlagung der Gewerkschaften unter dem Nazismus so gründlich gewesen war, dass die Arbeiterorganisationen durch Jahre hindurch nicht wagten, aus dem dauernd wachsenden Kuchen der Industrieproduktion sich ein grösseres Stück herauszuschneiden"[1], war die Höhe der kontraktbestimmten Einkommen an einen seitens der Gewerkschaften unbeeinflussbaren Rest des Volkseinkommens gebunden, der von den Investitionen der Unternehmen und der öffentlichen Hand nicht beansprucht werden konnte.

Die aus dem Keynes'schen Konsumverhalten[2] gestattete Folgerung, dass mit steigendem Einkommen die Sparquote absolut und relativ zunimmt, setzt eine jedem Einkommensniveau typische Konsumneigung voraus. Sie wird in der neueren Theorie von Duesenberry[3] abgelehnt. Seiner Meinung nach besteht zwischen den einzelnen Einkommensgruppen eine wechselseitige Beeinflussung des Konsumverhaltens, die die Sparquote von der Einkommenshöhe loslöst und sie in Abhängigkeit setzt zu der Einkommensverteilung insgesamt. Daraus sind zwei Folgerungen zu ziehen; Je ungleichmässiger die Einkommensverteilung ist, zu Ungunsten der kontraktbestimmten Einkommen, umso kleiner ist der zu Konsumzwecken verwendete Teil des Gesamteinkommens, umso grösser ist der für Investitionen verfügbare Betrag, umso grösser ist die Volksvermögensbildung, wenn die Spanne zu Investitionen verbraucht wird.[4] Damit verringert sich der Anteil der Arbeitseinkommen an der Vermögensbildung, in dem Masse, wie der Anteil der Besitzeinkommen wächst. Auch hier ist also nachgewiesen, dass der Vermögenszuwachs den Besitzenden, den Aktionären

---

1) Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 29.
Ebenso G. Bombach, Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, a.a.O., S. 51.

2) J.M. Keynes, General Theory of Employment, Interest and Money, a.a.O., S. 96.

3) J.S. Duesenberry, Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior, Cambridge Mass. 1949.

4) C. Föhl, Ueber die Möglichkeit einer Beeinflussung der Volksvermögensbildung und ihrer Verteilung, in: Finanzarchiv NF Bd. 19, S. 14o.

zugefallen ist, wobei im einzelnen noch zu prüfen sein wird, wieweit sie über den Gewinn verfügen konnten ausser ihn - jedoch nicht annähernd voll - über Kursgewinne zu realisieren.

b) Die Konsolidierungsetappe

Es ist wichtig einzusehen, dass sich in der auf die Wachstumsetappe folgenden Konsolidierungsetappe von 1954 bis 1958 kein grundsätzlicher wirtschaftspolitischer Wandel vollzog. Die Sicherung des Wachstums und der erreichten Vollbeschäftigung blieben die Zielsetzungen. Allerdings traten daneben - und das ist der Unterschied in den beiden Phasen - die Probleme der Einkommensverteilung mit dem Bemühen um eine soziologische und soziale Konsolidierung. Auf der einen Seite wurde für eine Beibehaltung der bisherigen Wirtschaftspolitik plädiert, auf der anderen um eine Verlagerung auf die so bezeichnete "soziale" Marktwirtschaft gekämpft. Die im inneren Gegensatz zueinander stehenden Ziele machten den Einsatz wirtschaftspolitischer Mittel schwieriger, vielfältiger und in vieler Hinsicht zwiespältiger. Der steuerliche Anreiz zur Investition wurde durch teilweisen Abbau der Vergünstigungen abgeschwächt, ohne jedoch einen wesentlichen Wandel in dem Verhältnis von Arbeits- zu Besitzeinkommen herbeizuführen. Darum ging von der Wirtschaftspolitik in dieser Phase kein grundsätzlich anderer Reflex auf die Börsenkurse aus, als der in der vorherigen Etappe schon beschriebene.

Kursbestimmend wurde ein durch Lohn-Preis-Bewegungen begründetes Inflationsbewusstsein, das zu einem Sparen in Sachwerten führte und so die Nachfrage am Aktienmarkt steigerte. Dafür ist das Erwachen der Gewerkschaften mitbestimmend gewesen, vor allem aber die Grösse der freiwilligen Ersparnis[1] in dieser Phase; denn bei gegebener, durch andere

1) G. Bombach, Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, a.a.O., S. 50.

Faktoren bestimmter Zuwachsrate entscheidet die absolute und relative Höhe der freiwilligen Ersparnis über das Ausmass einer Inflation, die als Preis für das Wachstum gezahlt werden muss.

c) Die Kooperationsetappe

Die dritte Etappe der Wirtschaftspolitik bringt eine Besinnung auf die Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung insgesamt, die den Zusammenhang zwischen Börsenkursen und Wirtschaftspolitik immer undeutlicher werden lässt, je weiter sie sich von rein wirtschaftlichen Zielen entfernt und je mehr sie auf einen gesamtpolitischen Effekt ausgerichtet ist. In dieser Phase verbinden sich wirtschafts- und sozialpolitische Ueberlegungen mit gesellschaftspolitischen Notwendigkeiten, die die Beweggründe für eine aktive Eigentumspolitik - an der sich der wirtschaftspolitische Wandel am deutlichsten zeigt - bilden. Ohne den bisher angedeuteten und auch in dieser Etappe gegebenen Wirkungen kurzfristiger Zweckmassnahmen auf den Börsenkurs nachzugehen, scheint es vielmehr hier angezeigt, auf einen sich neu anbahnenden langfristigen Zusammenhang zwischen Wirtschaftspolitik und Börsenkurs hinzuweisen, den ein Wandel des Eigentumsbegriffes herzustellen verspricht. Er manifestiert sich in dem Streit um das Aktienrecht und die Aktienrechtsreform, in dem immer wieder auf das Eigentum und die Eigentumsordnung als Beweis und Begründung von Thesen und Forderungen hingewiesen wird. Dabei haben sich zwei grundsätzliche, innerlich verbundene Standpunkte herauskristallisiert:[1)]

(1) Die Institution der Aktiengesellschaft führt zu einer Spaltung zwischen "formellem" Eigentum und Verfügungsmacht.[2)]

---

1) Rudolf Reinhardt, Aktienrecht und Eigentumsordnung, in: Festschrift für Walter Schmidt, Berlin 1959, S. 23.

2) Bayer, H., Wirtschaftsgestaltung, Berlin 1958, S. 186.
Renner, Die Rechtsinstitute des Privatrechtes und ihre soziale Funktion, Tübingen 1929, S. 43 ff.
Ritschl, Die Grundlagen der Wirtschaftsordnung, Tübingen 1954, S. 67.
Schumpeter, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2. Aufl. Bern 1950, S. 228.

(2) Aus der Eigentumsordnung müssen unter Hinweis auf die Eigentümerstellung des Aktionärs konkrete Rechte für ihn und die Hauptversammlung delegiert werden.[1]

Ausgangspunkt muss deshalb eine Betrachtung der geschichtlichen Entwicklung des Eigentumsrechts sein, das - von der Frühzeit bis zur Gegenwart einem ständigen Wechsel unterworfen - ein Grundproblem des menschlichen Zusammenlebens darstellt,[2] denn "die Idee des Eigentums kann nichts mit sich bringen, was mit der Gesellschaft (-sordnung) im Widerspruch steht."[3]

Exkurs: Wandlungen des Eigentumsbegriffes

Gemeineigentum und Sondereigentum sind die Urformen des Eigentums.[4] Das frührömische Eigentumsrecht war ein umfassendes Herrschaftsrecht stark individualistischer Prägung.[5] Es war ein absolutes Recht,[6] ohne eine unbeschränkte Eigentümerstellung zu verbriefen, denn Sitte und Moral eines Civis Romanus waren Inhalt und Schranken dieses frührömischen Eigentumsbegriffes.[7] Zunehmende Sitten- und Verantwortungslosigkeit in der römischen Kaiserzeit lösten einen Wandel des Eigentumsbegriffes aus. Das Eigentum wurde miss-

1) Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, 1959, S. 8ff. Düsseldorf.

2) Radbruch, Rechtsphilosophie, 4. Aufl., Stuttgart 1950, S.234.

3) Staudinger-Kober, Kommentar zum BGB, 11. neubearbeitete Auflage, Berlin 1956, Abt. Sachenrecht, Vorbem. 2 zu § 903 BGB.

4) Radbruch, Rechtsphilosophie, a.a.O., S. 234.

5) Niebuhr, Römische Geschichte, 2.Teil, 2. Ausgabe, Berlin 1830, S. 176ff.
Schwegler, Römische Geschichte Bd. I, Tübingen 1853.
R. von Ihering, Lehrbuch des allgemeinen deutschen Privatrechtes, 5. Aufl., Leipzig 1916, S. 197ff.
G. Meyer, Das Recht der Expropriation, Leipzig 1868, S.9ff.

6) Kaser, Das römische Privatrecht, Erster Abschnitt, München 1955, S. 6-9.

7) Kaser, Römisches Recht als Gemeinschaftsordnung, Tübingen 1939, S. 23; er verweist auf die Ausgestaltung des Systems von nachbarrechtlichen bau- und sicherheitspolizeilichen Vorschriften.

braucht - Nullus videtur dolo facere, qui suo iure utitur -, um Macht zu erlangen. Im Gegensatz zum römischen, war der spätere germanische Eigentumsbegriff nicht individualistisch, sondern geschlechtsgenossenschaftlich gebunden,[1] er hat in Deutschland bis zum 19. Jahrhundert gegolten. Erst mit den Theorien des Naturrechtes vollzog sich ein Wandel des Eigentumsbegriffes der - stark individualistisch ausgestaltet - dem der früh-, dann aber auch spätrömischen Zeit glich. Das Eigentum wurde unverletzlich, war schrankenlos, es war die "Negation der Beschränkung".[2]

Gegen Ausgang des 19. Jahrhunderts wurden Bedenken gegen diese extrem liberalen Auffassungen erhoben. Die Idee des Eigentums sollte der Idee der Gesellschaft nicht mehr widersprechen.[3] So hinterliess das 19. Jahrhundert insgesamt einen Zustand "tragischer Unausgeglichenheit und Zerrissenheit auf dem Gebiete des Eigentumsrechtes".[4] Erst mit der Weimarer Reichsverfassung[5] und dem Bonner Grundgesetz[6] wurde das Eigentum wieder einer gesellschaftlichen Verpflichtung - sozialen Bindung - unterworfen. "Das Eigentum (wurde) wieder als rechtliche Kategorie, als ethische Verpflichtung, als soziologisch-politische Chance und als soziale Vorsorge verstanden."[7]

Eine in diesem Sinn zu verstehende neue Gesellschaftsordnung war dem Uebergang von Agrarstaat zum Industriestaat eng verknüpft; der dem Eigentum inhärente wirtschaftliche

1) Haff, Institutionen des deutschen Privatrechtes, Stuttgart 1927, S. 133.

2) Windscheid-Kipp, Lehrbuch des Pandektenrechtes, 9. Aufl. Frankfurt 1906, S. 57, Anm. 3.
Savigny, System des heutigen römischen Rechts, Berlin 1840, Bd. 1, S. 367, "Das Eigentum ist die unbeschränkte und ausschliessende Herrschaft einer Person über eine Sache."

3) v.Ihering, Lehrbuch des allgemeinen deutschen Privatrechtes, a.a.O., S. 408.

4) Hedemann, Die Fortschritte des Zivilrechtes im 19. Jahrhundert, 2. Teil, Berlin 1910-1935, S. 129.

5) Artikel 153 der Weimarer Reichsverfassung.

6) Artikel 14 des Bonner Grundgesetzes.

7) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 27.

Wert trat neben den bisher betonten Rechtsgehalt des Eigentums. Beide Elemente standen in keinem kompensatorischen Verhältnis zueinander, sondern liessen das Eigentum in sich auseinanderfallen.[1] Ein toter Eigentumsbegriff ist in der Wirtschaft zwar undenkbar,[2] er muss dynamisch aufgefasst werden, weil eine statische Formulierung den dynamischen Charakter des Lebens verfälschen würde,[3] aber der rechtliche Eigentumsbegriff kann nicht laufend dem wirtschaftlichen Eigentumsbegriff angepasst werden, wie es nach den immer häufigeren Wirtschaftsveränderungen notwendig wäre.

Diese Situation ist im Recht der Aktiengesellschaften überdeutlich. Die rechtliche Grundlage der Wirtschaftseinheit Unternehmen ist das Eigentum in dem weiten Sinn des Eigentumsbegriffes gem. Art. 14 GG. Es ist eine verfassungsrechtliche Frage, wie weit die Rechte der Arbeitnehmer und die Bindung an das Gemeinwohl durch gesetzgeberische Massnahmen auf Kosten der Aktionäre ausgedehnt werden dürfen, ohne den Wesensgehalt des Eigentums (Art. 19 Abs. 2 GG) anzutasten.[4] Die Notwendigkeit einer Klarstellung ergibt sich aus der Entwicklung der grossen Aktiengesellschaften zu "Unternehmen an sich", zu objektivierten Grossunternehmen und einer ihr verknüpften unkontrollierten Macht der Manager. Das führt für den Aktionär zu einer Verflüchtigung des Eigentums im wirtschaftlichen Sinn und zu einer Aushöhlung der Verfügungsgewalt im rechtlichen Sinn.

---

1) Renner, Die Rechtsinstitute des Privatrechtes und ihre soziale Funktion, a.a.O., S. 173.

2) Stoedter, Oeffentlich-rechtliche Entschädigung, Hamburg 1933, S. 208.

3) Spengler, Der Untergang des Abendlandes, Bd. II, München 1924, S. 92ff.

4) Dabei ist darauf hinzuweisen, dass zwischen den Interessen des Aktionärs und denen des "Unternehmens an sich" kein Interessenkonflikt besteht, wie es oft fälschlicherweise dargestellt wird; denn das "Unternehmen an sich" stellt dem Aktionär gegenüber keine selbständige Grösse dar. Rudolf Reinhard, Aktienrecht und Eigentumsordnung, a.a.O., S. 34.

Wie weit kann der Aktionär heute noch einen legitimen Titel zur Alleinherrschaft über ein Unternehmen delegieren? ist die Kernfrage. Wenn er es nicht kann, dann stützen sich die Einwände auf rechtssoziologische Betrachtungen, über das Verhalten von Kleinaktionären, deren Interesse nicht über Dividenden und Börsenkurse hinausgehen. Diese Argumentation führt zu einer Entwässerung des ihm nach Gesetz und Satzung zustehenden Verwaltungseinflusses. Von einer risikobehafteten Beteiligung kann in dem Augenblick keine Rede mehr sein. Das trifft eo ipso nur auf den weitgestreuten Aktienbesitz zu, bei dem die Entfremdung des Aktionärs mit wachsender Grösse der Aktiengesellschaft zunimmt.

Dabei verschliesst der Gesetzgeber die Augen vor dem Ausmass des Paketbesitzes, der unter den beschriebenen wirtschaftspolitischen Voraussetzungen in den vorangegangenen Etappen sehr zugenommen hat. Hier wurde eine ökonomische Macht begründet, die auf der Verfügungsgewalt über wirtschaftliche Werte beruht und die Möglichkeit einschliesst, sie auf das Verhalten von Menschen in anderer als auf freier Willensübereinstimmung beruhender Weise auszudehnen.

Es ist in dieser Etappe festzustellen, dass sich mit der beschriebenen Entwässerung des Eigentums an dem Kapital von Aktiengesellschaften langfristig eine negative Komponente in der Bewertung von Aktien einzustellen scheint.

IV. Kapitalmarktpolitik und Börsenkurs

1. Grundzüge der Kapitalmarktpolitik

Die "Kapitalmarktpolitik ist der Inbegriff aller Massnahmen ihrer Träger (Gesetzgebung, Verwaltung und Wirtschaft), die unmittelbar die Determinanten des Kapitalmarktes (Gesamtangebot, Gesamtnachfrage, Zinsniveau) verändern (= quantitative Kapitalmarktpolitik) oder die Neuverteilung innerhalb der gegebenen Gesamtgrössen bewirken (= quantitative Kapitalmarktpolitik)."[1] Diese den Vorstellungen der Verwaltungswirtschaft entliehene Definition trifft umsomehr auf die westdeutsche Kapitalmarktsituation zu, als versäumt wurde, mit der Währungsreform den Geld- und Kapitalmarkt den Marktregeln zu überlassen, wie dies mit gewissen Einschränkungen auf dem Gütermarkt und auch auf dem Arbeitsmarkt zutraf.[2] Zwar wurde das im Rahmen der wirtschaftspolitischen Gesamtkonzeption naheliegende Fernziel einer freien Marktwirtschaft im Sinne der propagierten Wettbewerbsordnung auf dem Kapitalmarkt als das wirtschaftlich Vernünftige erkannt, aber nicht verwirklicht. Durch die Währungsreform waren in Westdeutschland die besten Voraussetzungen geschaffen, dass sich der Neuaufbau des Kapitalmarktes frühzeitig von selbst vollzogen hätte.[3] Jedoch blieb die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung an der aus der Kriegszeit übernommenen Gepflo

1) H.C. Merkel, Theorie der Kapitalmarktpolitik, a.a.O., S. 84.

2) H. Linhardt, Konzentration und Marktfinanzierung, in: Konzentration^{III}, a.a.O., S. 1560.

3) E. Salin, Der Durchstoss zum Kapitalmarkt, a.a.O., "Das Problem als solches (war) ja nicht auf Deutschland beschränkt, auch in Frankreich, auch in Italien war der Kapitalmarkt lange Zeit nicht funktionsfähig. Indessen (war) dort, wo die Inflation noch kaum überwunden war und die Geldhortung darum als sicherere Anlage denn jedes Wertpapiersparen erscheint, die Lösung des Problems von der Schaffung von Voraussetzungen abhängig, die im deutschen Bundesgebiet durch den Geldschnitt, durch eine vorsichtige Budgetpolitik und durch eine straffe Notenbankpolitik seit Jahren geschaffen (waren)."

genheit und Gewohnheit der Selbstfinanzierung haften,[1)2)] dem die Notenbankpolitik durch einen konsequenten Kurs in Richtung auf die Wiederherstellung eines freien und damit funktionsfähigen Kapitalmarktes keineswegs entgegenwirkte. Es stellte sich meist heraus, dass "vordringliche" Augenblicksziele die Erreichung des Fernzieles eines freien Kapitalmarktes unmöglich machten.[3)] Es muss einer besonderen Untersuchung vorbehalten bleiben, wieweit durch bestimmte Gruppeninteressen die ersten Ansätze zur Herstellung eines freien Kapitalmarktes bis Ende 1954 hinausgezögert wurden. Es kann ebenfalls nicht der Untersuchungsgegenstand sein, wieweit durch zweckgebundene Kapitalmarktförderungen eine dirigistische Beeinflussung des Kapitalmarktes berechtigt war, da sich gerade hier die Verbindung von politischen und sozialpolitischen Tatbeständen mit wissenschaftlichen Fragen manifestiert.

Notwendigerweise sind die Wechselwirkungen zu zeigen, die sich aus den punktuellen Eingriffen in den Kapitalmarkt für den Aktienmarkt und die Börsenkurse ergaben, wobei offenbar wird, dass der Kapitalmarktpolitik eine Gesamtkonzeption überhaupt fehlte und eine Abstimmung der Mittel zu einem richtigen Verhältnis von quantitativen und qualitativen Eingriffen mit dem Ziel der Wiederherstellung eines sich weitgehend selbst regulierenden Marktes versäumt wurde.[4)]

Da die Steuerpolitik auch ein Mittel der Kapitalmarktbeeinflussung ist und Ueberschneidungen mit dem nächsten Abschnitt (Steuerpolitik und Börsenkurs, S. 119 ff.) vermieden werden sollen, wird der Einfluss einer ausserfiskalischen Steuerpolitik hier nur soweit mitherangezogen, wie

---

1) H. Linhardt, Konzentration und Marktfinanzierung, a.a.O., S. 1560.

2) Treffend dargestellt am Beispiel der Vereinigten Stahlwerke AG von C.P. Rätsch, Untersuchungen zur Publizität der deutschen Aktiengesellschaft, Diss. Basel, 1960.

3) V.Muthesius, Kapitalbildung und Kapitalverwendung, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik,NF,Bd.5, Berlin 1952, S.156.

4) R. Dorner, Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt von der Währungsreform bis Ende 1956, a.a.O., S. 21.

er sich auf Höhe und Struktur der Spar- und Investitionsquote, auf Kapitalangebot und Kapitalverwendung bezieht, nicht aber auf die Art der Finanzierung.[1] Das soll dem nächsten Abschnitt vorbehalten bleiben.

2. Phasen der Kapitalmarktentwicklung

Ueblicherweise werden für den Berichtszeitraum drei Phasen der Kapitalmarktentwicklung unterschieden,[2][3] die sich jedoch zeitlich nicht mit den bisher angebrachten Einteilungen für die Börsenkursentwicklung und die wirtschaftspolitischen Etappen decken. Es zeigt sich, dass die Auswirkungen der punktuellen Kapitalmarktförderungen auf die Börsenkurse von diesem nicht immer unmittelbar eskomptiert wurden. Die unterscheidbaren Phasen sind:

(1) Investitionslenkung durch Kontrolle der Zinshöhe und der Emissionen (1949-1952).

(2) Investitionslenkung durch steuerliche Zinssubventionen (1952-1954).

(3) Vorsichtige Entwicklung zum freien Kapitalmarkt (ab 1955[4])

---

1) Nach einer Unterscheidung der steuerpolitischen Wirkungen von H.G. Merkel, Theorie der Kapitalmarktpolitik, a.a.O., S. 103.

2) H. Jecht, Ueber einige Entwicklungstendenzen und Probleme des westdeutschen Kapitalmarktes, in: Wirtschaftsfragen der freien Welt (Zum 60. Geburtstag von BWM Erhard), Frankfurt 1957, S. 428;
ebenso bei K. Röhl , Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland nach der Währungsreform unter besonderer Berücksichtigung finanz- und kreditpolitischer Massnahmen, Diss. Kiel 1957, S. 36;
ebenso bei W. Dannemann, Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959, S. 51.

3) W. Brack, Die Lage des deutschen Kapitalmarktes in der Gegenwart, Diss. Berlin 1959, S. 51; Brack unterscheidet - jedoch nicht überzeugend - ebenfalls drei Kapitalmarktphasen seit der Währungsreform, indem er auf globale Investitionselastizitäten hinzielt. Er wird damit dem dirigistisch-gelenkten Kapitalmarktverlauf nicht gerecht.

4) Ohne einem temporären Umschwenken zum früheren Kapitalmarktdirigismus durch das Gesetz zur Aenderung des Einkommensteuergesetzes und des Körperschaftssteuergesetzes v. 5.10.

Die vorstehende Uebersicht wird als Anhaltspunkt gegeben, ohne dass bei der weiteren Behandlung an diesem Schema festgehalten werden kann; zwar haben die für die einzelnen Phasen hervorgehobenen Charakteristika weiterhin Gültigkeit, aber die punktuellen Kerneingriffe in den Kapitalmarkt wurden zum Teil stufenweise abgebaut, so dass sie in ihrer Wirkung für die Börsenkurse durchaus noch in die nächsten Phasen hineinreichen; dem wird bei der Behandlung des besonderen Zusammenhanges zwischen Börsenkurs und Kapitalmarktpolitik Rechnung zu tragen sein.

a) Investitionslenkung durch Kontrolle der Zinshöhe, der Emissionen und durch steuerliche Vergünstigungen (1948-1952)

Um die konfiskatorischen Steuersätze der Kontrollratsgesetze zu umgehen,[1] die ebenso wie die Konsequenzen aus der Beibehaltung von Festpreisen in den Grundstoffindustrien die Wiederherstellung eines freien Kapitalmarktes unmöglich machten, sah sich der Gesetzgeber gezwungen, die Investitionen direkt und indirekt zu lenken. Die im Paragraphen 795 BGB geregelte Kontrolle für Emissionen von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen wurde durch das Kapitalverkehrsgesetz[2] auf die Aktienemissionen ausgedehnt, wenn sie den Betrag von einer Million DM nominal überstiegen (§ 2,I). Primär war das Gesetz eine quantitative Wertpapierangebotskontrolle, verfolgte jedoch einen vorrangig selektiven Zweck im Sinne einer staatlich erwünschten Investitionslenkung.[3] Das gleiche Ziel hatte die unmittelbare Kontrolle der Zinshöhe, ebenso wie das Festhalten an der Dividendenabgabever-

---

1956 (BGBl I, S. 78) und der Verordnung über steuerbegünstigte Kapitalansammlungsverträge v. 8.10.1956 (BGBl I, S. 789) besondere Beachtung zu schenken.

1) K. Bräuer, Probleme einer Finanz- und Steuerreform, zwei Bände, Bad Wörishofen 1954, S. 59 (Bd. I).

2) Gesetz über den Kapitalverkehr v. 6.9.1949, Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebietes Nr. 34. Geändert durch das Gesetz über den Kapitalverkehr v. 15.12.1952 (BGBl I, S. 801); die Kontrolle geht vom Kapitalverkehrsausschuss auf den Bundeswirtschaftsminister über.

3) Vgl. dazu auch H. Jecht, Ueber einige Entwicklungstendenzen und Probleme des westdeutschen Kapitalmarktes, a.a.O., S. 428.

ordnung.[1] Neben diesen direkten Eingriffen in den Kapitalmarkt wurde indirekt mit Hilfe der Steuergesetzgebung versucht, eine Investitionslenkung vorzunehmen, indem unter Missachtung des Prinzips der Gerechtigkeit und der Gleichmässigkeit in der Besteuerung insbesondere dem Einkommen- und Körperschaftsteuerpflichtigen Vorteile gewährt wurden.[2] In diesen Bereich gehört die steuerliche Begünstigung des sozialen Wohnungsbaus durch die §§ 7b und 7c EStG[3], ebenso die Steuerbegünstigung zur Förderung des Kapitalmarktes im Rahmen des § 10 EStG (von der Einkommenssteuer abzugsfähige Sonderausgaben[4][5]). Dazu gehören die auf Grund von Kapitalansammlungsverträgen[6] geleisteten Beträge.

---

1) Vgl. S. 7, Fussnote 2.

2) Im Gegensatz zum Lohnsteuerpflichtigen, der auf die Höhe seiner Steuerbelastung einen nur geringen Einfluss hat, weil seine Bezüge an der Quelle erfasst werden, hat der Einkommen- und Körperschaftssteuerpflichtige ein sogenanntes Gestaltungsprivileg, das ihm die Möglichkeit zu einem manipulierten Steuereinkommen bietet. G. Schmölders, Die Notwendigkeit der organischen Steuerreform, in: Finanzarchiv, Bd. 14, 1953/54, S. 23.

3) Eingeführt durch das "Zweite Gesetz zur vorläufigen Neuordnung von Steuern" v. 20.4.1949 (Steuer- und Zollblatt vom 28.5.1949) haben die Paragraphen bis zur "Grossen Steuerreform" (a.a.O.) einige Aenderungen erfahren. Ueber die quantitative Bedeutung dieser Paragraphen - § 7b für die steuerliche Begünstigung des eigenen, § 7c des fremden Wohnungsbaus - orientiert D. Pohmer, Steuerliche Beeinflussung der Unternehmenskonzentration, in: Konzentration II, a.a.O.,S.1092.

4) Blünlich-Falk, Einkommenssteuergesetz, 7. Aufl., Berlin-Frankfurt 1955, S. 590 ("Sonderausgaben sind bestimmte, im Gesetz abschliessend aufgezählte Ausgaben, die im allgemeinen mit keiner der 7 Einkunftsarten (§ 2 Abs. 3 EStG) in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen und daher vom Gesamtbetrag der Einkünfte abzuziehen sind.").

5) Vgl. Statistisches Bundesamt (Hrsg.), Das Einkommen des Einkommen- und Körperschaftsteuerpflichtigen und seine Besteuerung (Ergebnisse der Einkommen- und Körperschaftssteuerstatistik 1950), Statistik der BRD, Bd. 125, 1956, S. 39, Tabelle 21.

6) § 10 Abs. 1 Ziff. 2d EStG, Gesetz zur vorläufigen Neuordnung von Steuern v. 20.6.1948, Amtsblatt der Militärregierung Deutschland, Britisches Kontrollgebiet, Nr. 24, S. 289. Dieser Paragraph ist im Laufe der Zeit mehrfach geändert worden:

Diese Steuervergünstigungen wirkten von aussen auf den Börsenkurs ein, indem sie die für einen marktgerechten Kurs notwendigen Kapitalangebot- und -nachfragebeziehungen vom Aktienmarkt verdrängten, eine Tatsache, die ihre Bestätigung zum Teil in den niedrigen Börsenumsätzen der Neubewertungsphase findet. Ein Auftriebsmoment für die Aktienkurse - sozusagen von innen - brachte die Kapitalmarktförderung, soweit sie die innerbetriebliche Kapitalbildung steuerlich begünstigte. Wenn auch diese Bestimmungen massgebenden Einfluss auf die betriebswirtschaftliche Finanzierung genommen haben und damit dem nächsten Abschnitt zuzuordnen wären, so sind sie doch zugleich für die Struktur der Kapitalbildung insgesamt von erheblicher Bedeutung gewesen. Der Hintergrund dieser kapitalmarktpolitischen Zielsetzungen ist klar: Da aus den beschriebenen Tatbeständen eine notwendige Finanzierung über den Aktienmarkt und über den Obligationenmarkt[1)] nicht möglich war, wurde den Unternehmen eine

(1) Zweites Gesetz zur vorläufigen Neuordnung von Steuern v. 20.4.1949, WiGBl, S. 69.

(2) Gesetz für Aenderung und Vereinfachung des Einkommensteuergesetzes und des Körperschaftsteuergesetzes v. 27.6.1951, BGBl I, S. 411.

(3) Gesetz zur Aenderung der steuerlichen Vorschriften und zur Sicherung der Haushaltsführung v. 24.6.1953, BGBl I, S. 413 ("Kleine Steuerreform").

(4) Gesetz zur Neuordnung von Steuern v. 16.12.1954, BGBl I, S. 373.

(5) Verordnung über steuerbegünstigte Kapitalansammlungsverträge v. 8.10.1956, BGBl I, S. 789.

(6) Verordnung über die Steuerbegünstigung von Kapitalansammlungsverträgen v. 30.3.1957, BStBl I, S. 204.

(7) Gesetz zur Aenderung steuerlicher Vorschriften auf dem Gebiet der Steuern vom Einkommen und Ertrag und des Verfahrensrechtes v. 18.7.1958, BGBl I, S. 473. Durch dieses Gesetz wurde das steuerbegünstigte Sparen durch das prämienbegünstigte Sparen ersetzt. Das Gesetz befristete den Abschluss allgemeiner Sparverträge und Wertpapiersparverträge auf den 31.12.1958, wenn sie sich noch im Rahmen der Sonderausgaben auswirken sollten. Als Reflex dieser Befristung zeigt sich z.B. eine starke Abschlusstätigkeit von Bausparverträgen, die noch im Rahmen der bisherigen Regelung einkommensteuerwirksam waren (vgl. dazu Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 1959/2, S. 65). Das Gesetz brachte ebenfalls besondere Regelungen für die Versicherungsbeiträge und -prämien.

1) Vgl. S. 131ff.

Kapitalbildung über den Umweg einer vorzeitigen Abschreibung auf Ersatzbeschaffungen des beweglichen Anlagevermögens gegeben. Dem wurde mit der Einführung des § 7a EStG[1] Rechnung getragen. Er hatte einem bestehenden Kapitalmangel zu begegnen und musste zugleich einer den schnellen wirtschaftlichen Fortschritt bedrohenden Unterinvestition entgegenwirken. Dadurch wurde das Prinzip der Investitionslenkung durch Emissionskontrolle und Zinsfixierung in bestimmten Bereichen der Wirtschaft,namentlich jedoch bei den Grossunternehmen, wiederaufgehoben. Durch die §§ 7d[2] und 7e[3] EStG wurden die steuerlichen Begünstigungen für das bewegliche Anlagevermögen auf das Anlagevermögen selbst ausgedehnt und durch den Anreiz zu einer einkommensteuerlichen Neutralisierung von Gewinnen eine auch branchenfremde Konzernbildung herausgefordert.[4] Ein ähnlicher gesamtwirtschaftlicher Effekt ging von dem § 10a EStG[5] aus, der eine steuerliche Begünstigung nicht entnommener Gewinne vorsah. Später kam der § 36 JHG[6] mit

---

1) Gesetz zur vorläufigen Neuordnung von Steuern v. 2o.6.1948, a.a.O. Der § 7a wurde zusammen mit dem § 7c und 7d EStG im Jahre 1951 (Gesetz zur Aenderung und Vereinfachung des Einkommensteuergesetzes und des Körperschaftsteuergesetzes v. 27.6.1951, BGBl I, S. 411) stark eingeschränkt.

2) Vgl. Fussnote 1). Der § 7d brachte Bewertungsfreiheiten für den Schiffbau. Dazu: P. Binder, Die Geldkapitalbildung, Köln 1952, S. 44. Der § 7d EStG ist "in der Hauptsache nur Unternehmen mit grossen Gewinnen zugute gekommen".

3) Vgl. Fussnote 1). Der § 7e brachte Bewertungsfreiheiten für die zweckgebundene Errichtung von Fabrikgebäuden, Lagerhäusern etc. Für Bauten, die in dem Zeitraum vom 31.12.1951 bis zum 1.1.1959 fertiggestellt wurden, konnten neben der Abschreibung im Rahmen des § 7 EStG zusätzlich im Jahre der Herstellung und in dem darauf folgenden Jahr bis zu je 10 % der Erstellungskosten abgesetzt werden.

4) Vgl. dazu "Der Puddingprinz", in: Der Spiegel (1957/51), S. 22 ff; die wegen ihrer diskursiven Darstellung berechtigterweise nicht allgemein anerkannte, aber z.T. gut orientierte Wochenzeitschrift "Der Spiegel" bringt dazu ein Paradebeispiel, den Nachkriegsaufbau des Oetker-Konzerns.

5) Vgl. S 92, Fussnote Nr. 4 und 5.

6) Gesetz über die Investitionshilfe der gewerblichen Wirtschaft vom 7.1.1952, BGBl I, S. 7. Gemäss § 36 JHG in der Fassung des 3. Gesetzes zur Aenderung des Gesetzes über die Investitionshilfe der gewerblichen Wirtschaft vom 19.12.1954 (BGBl I, S. 437) konnten die Sonderabschreibungen unter bestimmten Voraussetzungen in Anspruch genommen werden.

den Sonderabschreibungsmöglichkeiten für die Grundstoffindustrie hinzu. Auf die Einführung des Investitionsgesetzes haben die Börsenkurse unverständlicherweise positiv reagiert, während ein unmittelbarer Reflex auf die Aktienkurse bei Einführung der übrigen Vergünstigungen nicht unbedingt festzustellen war. Diese Beziehungen sind folgendermassen zu verstehen:

Bei den Sonderabschreibungen handelt es sich um Steuerverlagerungen auf spätere Jahre, denn die steuerlichen Gewinne werden um gewinnsteuerwirksame Abschreibungen geschmälert, die einen "Vorgriff auf zukünftige Abschreibungen"[1] bedeuten. Danach sind diese Vergünstigungen "im Grunde nur eine Phasenverschiebung in Liquidität und Steuerlast".[2] Eine echte, auf die Einkommensverteilung insgesamt zurückwirkende Steuerersparnis auf Grund der beschriebenen Vergünstigungen ist nur in zwei Fällen denkbar[3]:

(1) Die Nachversteuerung wird in gewinnarme Jahre verlagert, in denen so eine niedrigere Progressionsstufe erreicht wird. Das gilt aber nur für Personenunternehmen und nicht für die nach einem proportionalen Körperschaftsteuersatz zu veranlagenden Aktiengesellschaften.

(2) Es erfolgt nach der Inanspruchnahme der Steuervergünstigungen eine Senkung der Steuersätze.

So wird verständlich, dass die Steuervergünstigungen allein keinen Anreiz auf die Börsenkurse ausüben konnten,[4] sondern nur unmittelbar in Verbindung mit den stufenweisen Senkungen

---

1) E. Kloesges, Die Steuerlawine, Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Berlin 1953, S. 67.

2) W. Beuck, Kritik steuerlicher Bewertungsmethoden vom wirtschaftlichen Standpunkt, in: Schriftenreihe des Instituts der Wirtschaftsprüfer, Die Wirtschaft unter der Steuerpolitik, Düsseldorf 1954, S. 168; zit. nach W. Kuntze, Signalwirkungen der Einkommen- und Körperschaftsteuer, Berlin 1958, S. 36.

3) W. Kuntze, ebenda, S. 37,

4) Eine direkte Steuervermeidung auf Grund der Vergünstigungen und damit ein positiver Anreiz auf die Börsenkurse war nur dann gegeben, wenn die Steuervergünstigungen über Banken finanziert wurden und die Zinsen als gewinnsteuerwirksamer Aufwand abgebucht werden konnten.

der Körperschaftsteuersätze. Die Höhe der Steuerersparnis ergibt sich als der prozentuale Anteil an den gesamten Steuervergünstigungsbeträgen in Verbindung mit dem Ausmass der Körperschaftsteuersenkung. Aus diesem Grunde haben die verschiedenen Senkungen und Spaltungen der Körperschaftsteuersätze[1] einen zusätzlich positiven Einfluss auf die Entwicklung der Börsenkurse ausgeübt, weil erst durch sie eine echte Steuerersparnis aus den Steuervergünstigungen der Vorjahre realisiert wurde. Diese Beweisführung gewinnt umso mehr an Bedeutung, wie anerkannt wurde, dass nur kapitalstarke Grossunternehmen - Aktiengesellschaften - die Abschreibungen beanspruchten, während den Kleinunternehmen die Finanzierung der für die Steuerbegünstigung notwendigen Neuanschaffungen Schwierigkeiten bereitete.[2]

Ein überdurchschnittlicher Kursanstieg für die Aktien der Grundstoffindustrie ergab sich durch das Auslaufen der Vergünstigungen gemäss § 36 JHG zum 21.12.1954, weil ein erhöhtes Ausnutzen[3] dieses Paragraphen durch sich verdichtende Gerüchte um die bevorstehende Steuersenkung[4] besonders verlockend war. Tabelle 5 (S. 41) bringt eine Bestätigung dieser Ueberlegung. Der Anteil der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Investitionen ist in keinem Jahr so gross gewesen wie im Jahre 1954 (21 %). Da die Finanzierung dieser Investitionen nicht aus eigenen Mitteln geleistet werden konnte, ist als sekundäre Erscheinung ein Verschuldungsprozess

1) Vgl. S. 127, Fussnote 4.

2) K. Hagest, Selbstfinanzierung des Betriebes, Stuttgart 1952, S. 134.

3) In den Bilanzen von 860 Aktiengesellschaften wuchsen die Wertberichtigungen (ohne direkte Abschreibungen) nach § 36 JHG 1954 um DM 255,7 Millionen auf DM 738,9 Millionen gegenüber DM 483,2 Millionen im Jahre 1953 an. Wirtschaft und Statistik, Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Aktiengesellschaften der Industrie für das Geschäftsjahr 1954, 1955/12, S. 598f.

4) Vgl. S. 127, Fussnote 4.

der Wirtschaft bei den Banken zu beobachten.[1] Die Wirkung auf die Aktiengesellschaften war zweifacher Natur:

(1) Durch die steuerlichen Vergünstigungen wurden die Gewinne der Unternehmen, die die steuerwirksamen Abschreibungen in Anspruch nehmen konnten, fast völlig aufgebraucht, so dass, wenn es überhaupt zu Dividendenzahlungen kam, diese aus aufgelösten Rücklagen gezahlt wurden.

(2) Die Wertpapieranleger erhielten nur geringe Dividenden und konnten der Börse nur wenig Sparkapital zur Verfügung stellen.

Somit wurde die rückläufige Tendenz an der Börse ab September 1955 durch die Investitionshilfe, ihr Auslaufen und die Steuersenkung vorbereitet.

b) Investitionslenkung durch steuerliche Zinssubventionen (1952-1954)

Die zweite Phase der Entwicklung des Kapitalmarktes wird eingeleitet mit den Kapitalmarktförderungsgesetzen;[2] sie brachten im einzelnen folgende Regelungen:

(1) Die Erträgnisse aus festverzinslichen Papieren wurden von der Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbeertragssteuer befreit, soweit sie zumindestens 90 % zur Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus dienten (Sozialpfandbriefe); ebenfalls Schuldverschreibungen des Bundes,

---

1) Wieweit daraus eine inflationistische Entwicklung herzuleiten ist, die auf die Börsenkurse nicht ohne Einfluss bleibt, soll nicht untersucht werden.
Ueber die weiteren Wirkungen der unverteilten Gewinne unterrichtet G. Bombach, Preisstabilität, wirtschaftliches Wachstum und Einkommensverteilung, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 1959/1, S. 1-20.

2) Erstes Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes v. 15.12.1952, BGBl I, S. 793. Es brachte die §§ 3a, 3b, 43 Abs. 1 Ziff.3-6, 44 Abs. 1 Ziff. 2 und 3 und Abs. 2, 46a in das Einkommensteuergesetz ein (vgl. dazu Blumlich-Falk, Einkommensteuergesetz v. 15.5.1953; Gesetz zur Neuordnung von Steuern v. 16.12.1954, BGBl I, S. 373 (Auslaufen der steuerlichen Vergünstigungen zum 1.1.1955).

unter bestimmten Voraussetzungen auch solche der Länder und Gemeinden, wenn sie eine Laufzeit von mindestens drei Jahren hatten, sowie solche Papiere, deren Erlöse nach Massgabe des Kapitalverkehrsausschusses zu einem förderungswürdigen Zweck verwandt wurden.

(2) Die Zinsen der Industrieobligationen, ebenso wie die von Wandelschuldverschreibungen und Gewinnobligationen unterlagen einer Besteuerung von generell[1] 30 % Kapitalertragsteuer.

Am Aktienmarkt herrschten inzwischen bessere Emissionsbedingungen,[2] die sich aber erst nach Auslaufen der Kapitalmarktförderung auswirken konnten.[3] Gleichzeitig wurden der industriellen Fremdfinanzierung über den Obligationenmarkt günstigere Voraussetzungen geschaffen, jedoch bestand durch die Gewährung von gestaffelten Steuervergünstigungen[4] gegenüber den staatlich anerkannten Förderungsbereichen immer noch eine Diskriminierung durch die Kapitalertragssteuer. In der Praxis fand eine getarnte Uebernahme von Zinskosten durch den Fiskus statt, indem er gegenüber bevorzugten Wertpapiererwerbern auf die Steuern verzichtete.[5] Der Wunsch zu einer Kapitalmarktbelebung ergab eine Aufspaltung des Rentenmarktes in steuerfreie, tarifbesteuerte und vollbesteuerte Märkte, auf denen "ein anonymes Gremium und nicht der Markt letztlich die Entscheidung über Wahl, Bevorzugung und Benachteiligung des einzelnen Schuldners"[6] traf.[7] Für die börsenmässige Bewertung von Aktien in den folgenden

---

1) Vgl. dazu im einzelnen Blumlich-Falk, Einkommensteuergesetz, 7. Aufl., a.a.O., S. 1228.

2) Vgl. S. 21.

3) Vgl. Graphik 3, S. 24, Der Absatz von Wertpapieren in der Zeit von 1950 bis 1955;

4) Geschäftsbericht der BDL, 1952, S. 18.

5) ebenda, S. 18,

6) E. Salin, Westdeutsche Kreditpolitik im Schwebezustand, in: Basler Nachrichten Nr. 266 v. 26.6.1952. Die Konsequenzen der Kapitalmarktförderungsbestimmungen werden hier ex-ante beschrieben; ex-post findet eine Bestätigung statt bei W. Dannemann, Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, a.a.O., S. 53.

7) E. Salin, Westdeutsche Kreditpolitik im Schwebezustand, a.a.O.

Jahren zeigt sich folgende Konsequenz:

(1) Anteilspapiere solcher Unternehmen, die an dem starken Aufbau der Wirtschaft in vollem Masse beteiligt waren, wurden später höher bewertet. Für die in diese Kategorie gehörenden Aktiengesellschaften lag kein Grund vor, sich weder Eigen- noch Fremdkapital über den Kapitalmarkt zu beschaffen, solange ihnen noch andere Finanzierungsquellen zur Verfügung standen. Darum können die geringen Emissionen zu Beginn des Berichtzeitraumes auch nicht allein mit einer mangelhaften Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarktes erklärt werden, denn für diese marktreagiblen Investitionen brauchte der Kapitalmarkt überhaupt nicht in Anspruch genommen zu werden. Ausserdem war in diesem Bereich der marktreagiblen Investitionen das, was in den Einzelrechnungen der Unternehmen als Kostenfaktor Zins erschien, in der Gesamtrechnung dieser Unternehmungen weitgehend identisch mit dem Nettogewinn aller Unternehmungen dieses Bereiches[1], vorbehaltlich der Beträge, die als Spanne zwischen Soll- und Habenzinsen den Banken verblieben. "Den Bankverpflichtungen, die von den kreditbeanspruchenden Unternehmungen dieses Bereiches etwa über die kurzfristige Kreditgewährung der Banken zur Vorfinanzierung ihrer neuen Investitionen eingegangen wurden (was bekanntlich in hohem Masse der Fall war) entsprachen weitgehend die Einlagen jener Unternehmungen, die ihre nicht verbrauchten und nicht ad hoc investierten Gewinne den Banken kurzfristig zur Verfügung stellten."[2] Dieser ökonomische Tatbestand einer sich wechselseitig, anonym via Banken selbst finanzierenden Wirtschaft

---

1) H. Martell/R. Pohl, Die deutsche Zinsstruktur vor und nach dem zweiten Weltkriege, in: A. Wissler, Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht, a.a.O., S. 63.

2) ebenda.

schuf die Voraussetzungen für eine zunehmende Schuldscheindarlehenvermittlung (direkte Vermittlerfinanzierung). Waren die Zinskosten schon einzelwirtschaftlich keine nennenswerte Belastung,[1] so stellten sie in diesem Bereiche "keinen Aufwand und keine gesamtwirtschaftlichen Kosten dar."[2]

(2) Anteilspapiere solcher Unternehmen, die an dem Aufbau der Wirtschaft aus anderen Gründen nicht so sehr teilhaben konnten, denen die Finanzierung volkswirtschaftlich notwendiger - autonomer - Investitionen Schwierigkeiten bereitete und denen deswegen im Rahmen ausserfiskalischer Zwecksetzungen steuerliche Vergünstigungen eingeräumt wurden, sind später an der Börse niedriger bewertet worden. In diesem Bereich (Bau- und Energiewirtschaft, Bergbau und Teile der Grundstoffindustrie) war der Zins einzelwirtschaftlich und gesamtwirtschaftlich ein echter Kostenfaktor[3] und übte als solcherSteuerungsfunktionen aus.

Bei Anerkennung aller sozialpolitischen Ueberlegungen, die eine marktgerechte, für alle Wertpapiere gleiche Verzinsung verbaten, sollte dennoch von Regierungsseite zugegeben werden, dass das marktwirtschaftliche Prinzip pervertiert wurde. Spätere Sorgen um überhöhte Aktienkurse vor allem solcher Unternehmungen, die dem Bereich der marktreagiblen Investitionen zuzuordnen sind, haben in der beschriebenen Spaltung der Rentenmärkte ihren Ursprung. Die Abdrängung der industriellen Eigen- und Fremdfinanzierung vom organisierten Kapitalmarkt legte auch in dieser Phase den Grund für einen gesamtwirtschaftlichen Effekt, der sich in der Einkommensverteilung zugunsten der Unternehmen, damit der Aktionäre und insbesondere der Grossaktionäre niederschlug.

---

1) Vgl. S. 18.

2) H. Martell/R. Pohl, Die deutsche Zinsstruktur vor und nach dem zweiten Weltkrieg, a.a.O., S. 63.

3) ebenda.

c) Vorsichtige Entwicklung zum freien Kapitalmarkt (ab 1955)

Mit der "Grossen Steuerreform"[1] fielen für den Wertpapierinvestor die steuerlichen Anreize weg, disponible Gelder aktienbörsenfremd zugunsten staatlich geförderter Emissionen anzulegen. Die Voraussetzungen für eine Finanzierung der bisher benachteiligten industriellen Unternehmen über den organisierten Kapitalmarkt waren gegeben. Die veränderte Situation wurde gestützt, weil gleichzeitig - allerdings im Gegensatz zu der Entwicklung auf den Auslandsmärkten - mit wachsendem Preisdruck und einer Preisstabilisierung[2] in den Jahren 1955 und 1956 die allgemeine Liquiditätsneigung der Wirtschaft abgeschwächt wurde und sie bestrebt war, bei genaueren Kalkulationen auch kleinere Zinsvorteile zu berücksichtigen. Diese konnten seitens der Aktiengesellschaften in der Frage der Finanzierung noch nicht ausgenützt werden, solange die steuerbegünstigten Papiere aus den Vorjahren noch im Handel waren. Dazu kam für Anfang 1955 ein erheblicher Ueberhang an nach den Bestimmungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes genehmigten Emissionen, der noch unterzubringen war.[3] So bestand zu Beginn des Jahres 1955 immer noch eine unechte Emissionskonkurrenz, zufolge der sich die Emittenten für normalbesteuerte, festverzinsliche Papiere beschränken mussten. Das mag einer der Gründe dafür sein, dass es im Zusammenhang mit der Körperschaftsteuersenkung schon im Jahre 1955 zu einer "Renaissance der Aktie"[4] kommen konnte. Ob eine bis zum September 1955 steigende Kursentwicklung die Emissionen von Aktien begünstigte, oder ob die Ankündigungen zu Kapitalerhöhungen ihrerseits die Kurse nach

---

1) Gesetz zur Neuordnung von Steuern v. 16.12.1954, BGBl I, S. 373.

2) Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder, 1956, S. 8.

3) Der Ueberhang bestand aus 610 Millionen DM Pfandbriefen, die bis zum 28.II.1955 untergebracht werden sollten; er sank bis zu diesem Zeitpunkt aber nur bis auf 350 Millionen DM und ist erst bis zum April des Jahres ganz verschwunden. Börsen- und Wirtschaftshandbuch, 1956, a.a.O., S. 47.

4) Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder, 1955, S. 25.

oben zogen, bleibt eine undurchschaubare Wechselwirkung und ist für die Börsenkurse im Ergebnis ohne Interesse. Immerhin ist festzuhalten, dass die meisten Emissionen zu pari erfolgten und demzufolge ohne Agiobildung bei den Gesellschaften den Aktionären z.T. wertvolle Bezugsrechte gewährt wurden. Diese wurden bis zum September 1955 mindestens zur rechnerischen Parität gehandelt, eine Tatsache, die auf einen Markt mit aufsteigender Tendenz schliessen lässt. Die Pari-Emissionen lassen allerdings eine verdeckte Gewinnausschüttung an die Aktionäre vermuten, zumal die Kurse der alten Aktien eine höhere Ausgabe zugelassen hätten. Es war aber an den Emissionen 1955 auch ein Teil kleinerer Gesellschaften beteiligt, deren Aktien nicht an der Börse kotiert waren; dass es sich in diesen Fällen nicht um Gewinnausschüttungen handelte, sondern vielmehr um ein Mittel, den Einfluss auf eine Gesellschaft seitens Grossaktionäre zu erweitern, ist schlüssig.

Das Bild der Einkommensverteilung insgesamt hat sich nur unwesentlich verändert. Ein weiterer relativer Rückgang der Ersparnisse der privaten und öffentlichen Haushalte wirkte sich zugunsten der Unternehmen aus. Ein entscheidender Wandel trat erst durch die Einführung des "Preusker-Sparens"[1] ein, das aber für den Aktienmarkt nichts anderes als ein nochmaliges Einschränken der Nachfrageseite bedeutete. Der Abzug dieser wiederum steuerbegünstigten Beträge vom Kapitalmarkt wurde kompensiert durch die Nachfrage der Investmentgesellschaften und des Auslandes, die in der Baisse ab September 1955 neben einer erhöhten Ausschüttungsfreudigkeit der Gesellschaften und dem Festhalten des Inlandspublikums an seinem Aktienbesitz[2] die stärksten Kursstützen gewesen sind. So konnte der Emissionserfolg des Jahres 1956 erreicht werden, der eine Ten-

1) Steuernovelle v. 5.10.1956, BGBl I, S. 781, Verordnung über steuerbegünstigte Kapitalansammlungsverträge v. 8.10.1956, BGBl I, S. 789.

2) Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder, 1956, S. 1.

denz zu einer endgültigen Konsolidierung des Aktienmarktes vermuten liess. Sie lässt sich aber nur rechtfertigen, wenn am Aktienmarkt volkswirtschaftliche wünschenswerte Schuldner-Gläubiger-Positionen erreicht werden. Das war noch nicht der Fall.

Erstmals im Jahre 1958 wurde in der Ersparnisbildung eine Verteilung erreicht, die durch den ohne nennenswerte steuerliche Einschränkungen gestiegenen Anteil der privaten Haushalte zu einer erhöhten Nachfrage am Aktienmarkt führte. Damit vollzog sich praktisch der Wandel von der Kapitalmarktpolitik zur Politik am Kapitalmarkt. Das "scheindemokratische Experiment der Streuung des Aktienbesitzes"[1] kann nur dann Erfolg haben, wenn der erhöhten Nachfrage am Aktienmarkt ein entsprechendes Angebot gegenübersteht. Glücklicherweise ist der Vorschlag, durch eine Beschränkung der Rücklagenbildung[2] die Aktiengesellschaften von Gesetzes wegen auf den organisierten Kapitalmarkt zurückzudrängen, noch nicht durchgebracht worden. Wieweit dadurch der wirtschaftliche Fortschritt einer Volkswirtschaft in Frage gestellt wird, ist in demselben Masse einzusehen, wie anerkannt wird, dass gerade die Grossunternehmen, die Aktiengesellschaften, die Antriebskraft des westdeutschen Wiederaufbaus gewesen sind. Der Reflex dieser "kapitalmarktpolitischen" Massnahmen auf die Börsenkurse wird so gross sein, wie diese mit der wirtschaftlichen Entwicklung insgesamt korreliert sind.

3. Die Entwicklung der Wertpapiermärkte und ihre Bedeutung für die Aktiengesellschaften im Rahmen der volkswirtschaftlichen Ersparnis- und Vermögensbildung

Ausgehend von der traditionellen Vorstellung, dass in einer "funktionierenden" Volkswirtschaft - aus an anderer Stelle angebrachten Ueberlegungen[3] - der grösste Teil der

1) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 35.

2) Vgl. S. 206.

3) Vgl. S. 31.

volkswirtschaftlichen Ersparnisse über den organisierten Kapitalmarkt wieder zur Verfügung gestellt werden sollte, wird damit zugleich die Begründung gegeben, den Wertpapierabsatz der Ersparnisbildung gegenüberzustellen. So kann der einem industriellen, darum kapitalintensiven Expansionsprozess verbundene Charakter neuer Kapitalmarktverhältnisse in der westdeutschen Nachkriegszeit[1] statistisch belegt werden. Die notwendigerweise andersgestaltete Bedeutung des organisierten und nichtorganisierten Kapitalmarktes für alle Unternehmen, insbesondere für die kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaften soll klar werden.

Im Rahmen der statistischen Unterscheidungen vollzieht sich die Kapitalbildung in drei Bereichen, bei den Unternehmungen, den privaten und öffentlichen Haushalten. Ohne auf eine Würdigung der sektoralen Anteile an der Ersparnisbildung insgesamt einzugehen, zeigt sich für den Berichtszeitraum folgendes Bild:

---

1) Entsprechende Parallelen lassen sich nachweisen für die USA, Frankreich, England und die Schweiz.

Tabelle 11: Die Nettoersparnis der Bundesrepublik Deutschland von 1950 - 1959 nach Sektoren.[1]

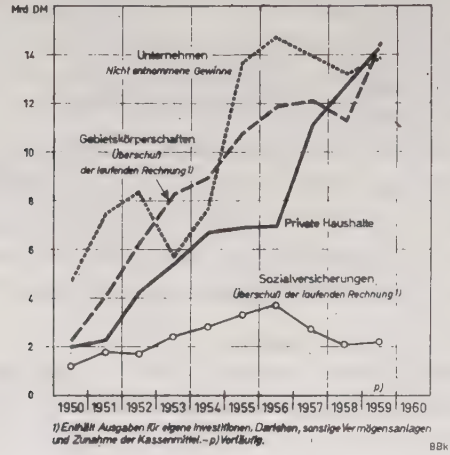
Jahr	Private Haushalte	Unternehmung	öfftl. Haushalte	Ausland[2]	Gesamt	
	in Milliarden DM					
1950	2,0	4,7	3,4	1,8	12,0	1. Kapitalmarktphase
1951	2,3	7,5	6,1	1,3	17,2	
1952	4,3	8,4	8,0	0,2	21,0	2. Kapitalmarktphase
1953	5,4	5,8	10,8	0,0	22,0	
1954	6,7	7,8	11,9	-0,0	26,3	3. Kapitalmarktphase
1955	6,9	13,6	14,1	-0,1	34,5	
1956	7,0	14,7	15,6	-0,2	37,2	
1957	11,1	14,0	14,8	-0,3	39,5	
1958	12,7	13,3	13,4	-0,3	39,2	
1959	14,3	13,9	16,6	-1,0	44,0	
	in v.H.					
1950	17,0	39,0	28,7	15,3	100	1. Kapitalmarktphase
1951	13,4	43,8	35,2	7,6	100	
1952	20,7	39,9	38,3	1,1	100	2. Kapitalmarktphase
1953	24,7	26,3	49,0	0,0	100	
1954	25,3	29,7	45,2	-0,2	100	3. Kapitalmarktphase
1955	20,0	39,4	40,8	-0,2	100	
1956	18,9	39,7	41,8	-0,4	100	
1957	28,1	35,3	37,4	-0,8	100	
1958	32,5	33,9	34,3	-0,7	100	
1959	32,6	31,7	37,9	-0,2	100	

1) Laufende Ersparnis ausschliesslich der Vermögensübertragungen. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Saldo der Vermögensübertragungen des Auslandes und Berlin (West). Insbesondere Auslandshilfe und Restitutionen. Im Jahre 1959 einschliesslich der unentgeltlichen Leistungen an Frankreich im Zusammenhang mit der Saarrückgliederung.

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/7, S. 57.

Graphik 7: Jährliche Ersparnis der einzelnen Sektoren



Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/7, S. 58

Die Gesamtersparnisbildung hat sich im Berichtszeitraum beinahe vervierfacht. Von besonderem Interesse für die Entwicklung des Aktienmarktes ist das relative Verhältnis der Ersparnisbildung der privaten Haushalte und der Unternehmungen zu einander. Die Differenz der prozentualen Anteile der privaten Haushalte und der Unternehmungen an der gesamten Ersparnisbildung betrug in den einzelnen Jahren:

1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
12 %	30 %	19 %	2 %	5 %	19 %	21 %	7 %	1 %	-1 %
1.			2.		3. Kapitalmarktphase				

Dabei zeigt sich der für die Kursentwicklung bedeutsame Tatbestand, dass die Kurse umso mehr stiegen, wie die Ersparnisse der privaten Haushalte zunahmen, allerdings mit einer zeitlichen Verschiebung von einem Jahr, weil die im Jahre t gemachten Ersparnisse erst im Jahre (t+1) angelegt werden. Es muss einschränkend darauf hingewiesen

werden, dass die Aktiengesellschaften in dem Sektor Unternehmung nur einen Teil aller in der Volkswirtschaft tätigen Unternehmen, wenn auch die kapitalintensivsten, repräsentieren. Ausserdem wird die Nachfrage am Aktienmarkt zugleich durch Ersparnisse aus dem Sektor Unternehmungen selbst bestimmt und nicht nur durch die Unternehmen, die in einer anderen Rechtsform als in der einer Aktiengesellschaft bestehen, sondern bei einer beobachteten zunehmenden Verschachtelung der Aktiengesellschaften[1] ebenfalls durch diese selbst.

Der festgestellte Zusammenhang ist nicht schlüssig, er kann zufällig sein aus drei Gründen:.

(1) Die Berechnung der laufenden Ersparnis der Unternehmen, d.h. der nicht entnommenen Gewinne ist gerade in diesem Punkt mit relativ hohen Fehlermargen behaftet.

(2) Die Entwicklung der nicht-entnommenen Gewinne lässt keine Aussage über die Gesamtgewinne zu; ein gleichgerichteter oder auseinanderfallender Trend lässt sich nur unter Berücksichtigung der gezählten indirekten Steuern nachweisen. Ist bei gleichen Steuersätzen die relative Zunahme der Steuerzahlungen grösser als die der nicht-entnommenen Gewinne, dann ist der Schluss erlaubt, dass die Gesamtgewinne gegenüber den nicht-entnommenen grösser geworden sind. Handelt es sich dabei um die Gewinne der Aktiengesellschaften, dann ist der Reflex auf die Börsenkurse eindeutig.

(3) Innerhalb des Sektors Unternehmung können von den Selbständigen erhöhte Gewinnentnahmen durchgeführt werden. Das führt zu einer Steigerung der direkten Steuerlast,zugleich aber zu einer Zunahme der Ersparnisse ausserhalb der Unternehmenssphäre, wenn die Entnahmen nicht verbrauchsbedingt sind. Diese

1) vgl. S. 173ff.

Beträge erscheinen als Ersparnisse der privaten Haushalte. Werden sie am Aktienmarkt angelegt, wirkt auf die Börsenkurse neben einer zunächst quantitativen Nachfragesteigerung später eine strukturelle Verschiebung innerhalb der Wertpapierkäufer, die den Charakter der Wertpapieranlage verändert.

Auf Grund der ex post-Identität von Nettoersparnis und Nettoinvestition lassen sich die sektoralen Finanzierungsüberschüsse bzw. -defizite berechnen, indem von den jeweiligen Nettoersparnissen die Nettoinvestitionen abgezogen werden. Dabei zeigt sich folgendes Bild:

Tabelle 12: Die sektoralen Finanzierungssalden für die Zeit von 1950 - 1959 (Mrd. DM)

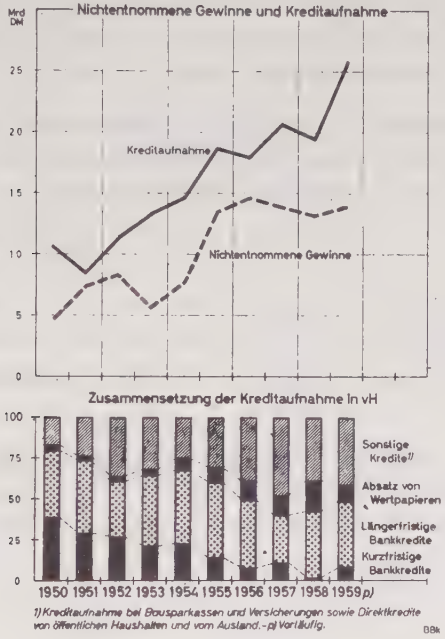
Jahr	Private Haushalte	Unternehmen	öffentl. Haushalte	Ausland	Berlin (West)	Gesamt
1950	2,1	-5,0	3,2	0,3	-0,6	0
1952	4,4	-6,9	5,3	-2,2	-0,6	0
1953	6,1	-8,8	6,7	-3,7	-0,3	0
1954	8,0	-11,2	6,8	-3,2	-0,4	0
1955	7,4	-14,0	8,9	-2,2	-0,1	0
1956	7,4	-12,9	9,9	-4,4	0	0
1957	11,4	-13,5	7,9	-5,9	0,1	0
1958	13,5	-12,1	4,5	-6,1	0,2	0
1959	15,4	-16,9	6,4	-4,6	-0,3	0

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/7, S. 68-77.

Bei einer Betrachtung der Nettoverschuldung des Sektors Unternehmen wird eines deutlich: Die Investitionstätigkeit im Sektor Unternehmen ist während des Berichtszeitraumes so gross gewesen, dass in jedem Jahr die eigene

Finanzierungskraft weit überschritten wurde. Allerdings handelt es sich dabei nicht nur um unternehmerische Investitionen im engeren Sinne, vielmehr sind in diesen Ziffern auch alle Investitionen im Wohnungsbau enthalten.[1)] Graphik 8 zeigt die Finanzierung der Vermögensbildung der Unternehmen, wobei für die zweite und dritte Kapitalmarkt-

Graphik 8: Finanzierung der Vermögensbildung der Unternehmen



Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/7, S. 63.

1) Da die privaten Haushalte ex definitione überhaupt nicht investieren, wird der in diesem Bereich durchgeführte Bau von Wohnhäusern statistisch der Nettoinvestition der Unternehmungen zugerechnet. Er betrug

1950	2,3	1954	7,0	1958	9,5
1951	2,9	1955	7,9	1959	11,0
1952	4,3	1956	8,7		
1953	5,8	1957	9,0		

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 1957/11, S. 59; 1960/7. S. 61.

phase ein sprunghafter Anstieg der Kreditaufnahme kennzeichnend ist. Der Anreiz zu einem wachsenden Verschuldungsprozess in der zweiten Phase geht von den Kapitalmarktförderungsgesetzen aus, die die Unternehmen unter allen Umständen auszunutzen suchten; in der dritten Phase wird durch einen verschärften Wettbewerb zu Rationalisierungsinvestitionen gezwungen, die durch die Schwierigkeiten auf dem Arbeitsmarkt noch verschärft werden. Es ist zu beachten, dass in diesen Zahlen die Finanzierung über Abschreibungen, soweit sie über den wirtschaftlichen Abnutzungsgrad hinausgehen, nicht enthalten sein können, da es sich ausschliesslich um Netto-Beziehungen handelt.

Bei der eingangs begründeten Gegenüberstellung der Gesamtersparnisbildung und dem Bruttowertpapierabsatz wird die Bedeutung des organisierten und nicht-organisierten Kapitalmarktes, im weiteren die des Aktienmarktes klar. Wenn die jährliche Ersparnisbildung gleich hundert ist und der Bruttowertpapierabsatz[1)] darauf bezogen wird, ergibt sich mit Graphik 9 eine optische Lösung für das Ausmass der Kapitalströme über den organisierten und nicht-organisierten Kapitalmarkt.

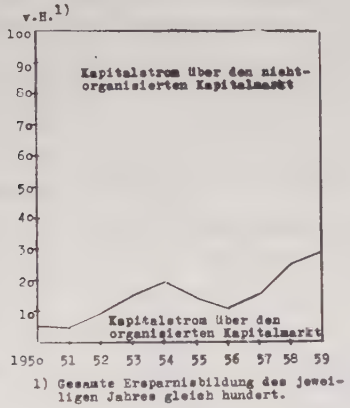
---

1) Der Bruttowertpapierabsatz und die gesamte Ersparnisbildung betrug (Mrd. DM):

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
1. Ersparnisbildung	12	17,2	21,0	22,0	26,3	34,5	37,2	39,5	39,3	44,0
2. Bruttowertpapierabsatz	0,7	0,9	1,3	3,2	5,1	5,2	4,4	5,8	9,3	11,4
2. inv. H. von 1.	6	5	9	15	19	15	12	15	24	26

(Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/7, S. 123)

Graphik 9: Organisierter und nicht-organisierter Kapitalmarkt



Quelle: Aus den Werten in Fussnote 1, S. 110.

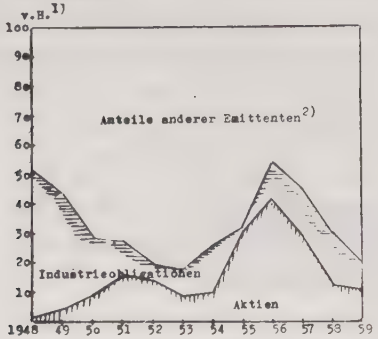
Den Aktiengesellschaften steht zur Deckung ihres langfristigen Kapitalbedarfes auf Effektengrundlage der organisierte Kapitalmarkt mit seinen beiden Teilmärkten zur Verfügung: der Rentenmarkt zur Aufnahme tilgungspflichtigen Fremdkapitals, der Aktienmarkt zur Aufnahme haftenden Eigenkapitals. Zwischen beiden Finanzierungsarten besteht ein Austauschverhältnis. Die Bevorzugung der einen oder anderen Form der Finanzierung ist eine Kostenfrage.[1)]

Wenn der Anteil der über den organisierten Kapitalmarkt geflossenen Mittel schon gering war, so verschlechtert sich das Bild seiner Beanspruchung durch die Aktiengesell-

1) vgl. S. 131ff.

schaften noch mehr, sobald der Bruttoaktienabsatz und der Bruttoabsatz von Industrieobligationen zum Bruttowertpapierabsatz[1] in Beziehung gesetzt werden.

Graphik 10: Die Beteiligung der Aktiengesellschaften am Bruttowertpapierabsatz



1) Bruttowertpapierabsatz des jeweiligen Jahres gleich hundert

2) Die Anteile anderer Emittenten entfallen auf Pfandbriefe (einschliesslich Schiffsbeupfandbriefe), Kommunalobligationen, Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten, Anleihen der Öffentlichen Hand und sonstigen Schuldverschreibungen.

1) Der Anteil der Aktiengesellschaften am Bruttowertpapierabsatz betrug in den einzelnen Jahren in v.H.:

	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
Bruttowertpapierabsatz *	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Bruttoaktienabsatz **	3	5	7	17	14	9	9	30	42	28	12	12
Bruttoabsatz v. Industrieobl.***	50	38	21	11	5	9	18	2	13	16	18	8
	53	43	28	28	19	18	27	32	55	44	30	20

* Ohne Umtausch- und Altsparpapiere.- Bis 1953 ohne Berlin. Die Emissionen Berliner Emittenten von 1948 bis 1953 sind in die Jahresergebnisse für 1954 einbezogen worden. Das Saarland ist erst ab Juli 1959 in den Ergebnissen enthalten. Die Jahreszahlen für 1959 schliessen auch die Emissionen Saarländischer Emittenten von 1948 bis Juni 1959 ein.

** Bis einschliesslich Dezember 1959 Aktien-Emissionen gegen Bareinzahlung und Einbringung von nach der Währungsreform entstandenen Forderungen sowie durch Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (Kapitalberichtigungsaktien).

*** einschliesslich Wandelschuldverschreibungen.

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Juli 1960, S. 123.

Eine generelle Faustregel dafür, in welchem Grad Aktiengesellschaften an dem Kapitalangebot aus der Gesamtersparnisbildung einer Volkswirtschaft über den organisierten Kapitalmarkt teilhaben sollen, kann es nicht geben. Sie ist von Fall zu Fall aufzustellen und läuft immer auf eine Untersuchung hinaus, die die Zahl und Grösse der Aktiengesellschaften an der Zahl und Grösse aller anderen in einer Volkswirtschaft tätigen Unternehmen misst.

4. Strukturelle Veränderung der Kreditmärkte

Im Anschluss an Schumpeters "Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung"[1] und an Böhm-Bawerks "Theorie der Produktionsumwege"[2] befasst sich die Theorie des Kapitals in der neueren Wirtschaftslehre mit dem Wesen des ökonomischen Wachstumsprozesses und wendet sich damit mehr den Fragen der Kapitalbildung und Kapitalverwendung zu. Voraussetzungen aber für die Erklärung einer dynamischen Wirtschaftsentwicklung sind neue Denkschemata und zur Lösung ihrer Probleme werden zum Teil neue theoretische Ansätze und Methoden verlangt.[3]

> "Investitionen werden mithin primär nicht durch Ersparnisse, sondern - sofern es sich nicht um Ersatzinvestitionen (Abschreibungen) oder um Nettoinvestitionen aus der Selbstfinanzierung handelt - zuerst durch die Geldschöpfung finanziert. Die auf Macleod zurückgehende Erkenntnis, dass die Möglichkeit Kredite zu gewähren, nicht von der Höhe der bei den Banken unterhaltenen Einlagen abhängt, sondern dass umgekehrt uno actu mit der Kreditschöpfung auch neue Einlagen entstehen, ist wichtig für das Verständnis der theoretischen Zusammenhänge auf dem Kapitalmarkt, insbesondere auch im Zusammenhang mit der den Effektengeschäften eng verknüpften Zwischenfinanzierung.

1) Schumpeter, J.A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinne, Kapitalkredit, Zins und Konjunkturzyklus, 2. neubearb. Aufl., München und Leipzig 1926, S. 201ff.

2) E.v. Böhm-Bawerk, Kapital und Kapitalzins, Positive Theorie des Kapitals, 4. Aufl. Jena 1921.

3) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Göttingen 1957, Der Kapitalbegriff und die neuere Theorie, S. 99ff.

Der Kreditspielraum des gesamten Bankensystems ist unabhängig von den dort unterhaltenen Spareinlagen; die Banken geben Kredite und erwerben Forderungen auch in Gestalt von Kapitalmarkttiteln, indem sie mit Forderungen auf sich selbst zahlen, also in einem Geld, das sie selbst schaffen".1)

Es darf aber nicht vergessen werden, dass eine solche Fassung des Kapitalbegriffes auf einer ex-post Betrachtung der besonderen Kapitalmarktsituation nach dem zweiten Weltkrieg nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Industrieländern beruht; darum ist eine Verallgemeinerung unzulässig und der Vorwurf Adolf Webers bei einer Uebertragung dieser Terminologie auf das Problem einer Hilfeleistung für unterentwickelte Länder, zum mindesten für die "Zone potentieller Industrialisierung mit aktiver Bevölkerung und wenig Kapital" (E. Salin) zurückzuweisen, wenn er sagt: "Man brauche nur die erforderlichen Krediteinrichtungen zu schaffen, die aus sich selbst das erforderliche Eigenkapital bereitstellen könnten."2)

Aus dem bezeichneten Charakter der Marktorientierung des Kapitals ist der Versuch der Wissenschaft eine Definition des Kapitalmarktes in der Abgrenzung zum Geldmarkt zu finden, einmal nach dem Verwendungszweck des Geldkapitals - als Gegensatz zum Sachkapital gebraucht - und zum anderen nach den Quellen zwar gerechtfertigt, hat aber keine Klarheit der Begriffe schaffen können und darf höchstens zusätzlich ein Recht auf Gültigkeit beanspruchen.

Zweifellos ist es richtig, dass überwiegend Mittel des Kapitalmarktes für Investitionen, Mittel des Geldmarktes dagegen zur Deckung des Umschlagkredites eingesetzt werden. Vielfach stimmt diese Unterscheidung aber nicht.

---

1) W. Dannemann, Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, a.a.O., S. 37.

2) Adolf Weber, Wolken am Konjunkturhimmel, München 1958, S. 35.

Gerade in Deutschland wurden nach der Währungsreform in erheblichem Umfang formal kurzfristige Gelder für langfristige Investitionen eingesetzt,und eine Konsolidierung dieser Schulden aus dem Erlös der Aufnahme von Anleihen oder Aktien, also über den organisierten Wertpapiermarkt, war bisher erst in relativ bescheidenem Umfange möglich.

> "In welchem Ausmass dies in Westdeutschland geschehen ist, lässt sich nur indirekt, doch mit voller Sicherheit aus der Tatsache erschliessen, dass trotz aller Restriktionsmassnahmen der Bank Deutscher Länder der Geldumlauf des Bundesgebietes dauernd gestiegen ist und weiter steigt. Da langfristiges Kapital nicht erhältlich ist, werden zu hohen Sätzen kurz- und mittelfristige Kredite aufgenommen und langfristig verwendet." 1)

Der Vorteil der "Funktionellen Theorie" wird hier offenbar: Das Geld wird in den volkswirtschaftlichen Gesamtprozess einbezogen, so dass zwischen Geld und Kapital kein Unterschied mehr gemacht wird. Kapital ist hier identisch mit der geldmässigen Verfügung über Güter und Dienste zum Zweck der Investition. Auf den Kapitalbegriff wird verzichtet und bei der Darstellung des volkswirtschaftlichen Veränderungsprozesses reichen die Begriffe Investition, Sparen und Geldschöpfung aus.[2)]

Die Definition - Kapital sind Finanzierungsmittel für Investitionen, Geld für Investitionszwecke - erweist sich als verwertbar, weil nunmehr dem alten Argument der Verwechselung von Geld und Kapital begegnet werden kann und die Frage nach den gesamtwirtschaftlichen Voraussetzungen und Wirkungen des Kapitals (unter Hinblick auf die Investitionen, das Sparen und die Geldschöpfung) beantwortet werden kann.

Die Investitionstätigkeit darf ungenau mit der Nachfrageseite, die Spartätigkeit und Geldschöpfung mit der Angebotsseite auf dem Kapitalmarkt identifiziert werden. Beide stehen in einem sich wechselseitig beeinflussenden Zusammenhang.

---

1) E. Salin, Der Durchstoss zum Kapitalmarkt in Westdeutschland, a.a.O.

2) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, a.a.O., S. 109.

Im Vorweg sei als Sonderfall die Selbstfinanzierung behandelt. Ueber das Ausmass ihrer Bedeutung wird an anderer Stelle zu sprechen sein. Augenscheinlich hat sie mit dem Kapitalmarkt nichts zu tun, denn Sparer und Investor sind hier eine Person, ein Unternehmen.

Preiser sagt - im Gegensatz zur Hauptmasse der Unternehmergewinne, die erst eine Folge von Investitionen sind - hier "steht es anders, hier wird Einkommen, Gewinn unmittelbar investiert".[1] Richtig ist, dass Gewinn oder Einkommen unmittelbar investiert wird, nur mit dem zeitlichen Unterschied, dass es in den ersten Nachkriegsjahren - besonders in der Neubewertungsphase, aber auch noch in der Konsolidierungsphase - zu einem erheblichen, aber kaum quantifizierbaren Teil erwarteter Gewinn war, der in Form von kurzfristigen Krediten aufgenommen vorweg investiert wurde. Solche Praktiken einer spekulativen Selbstfinanzierung konnten bei einem dauernden Wirtschaftsaufschwung Erfolg haben, zumal bei einer Konsolidierung über den Preis, die erwarteten Gewinne zumeist von den entstehenden überboten wurden. Der innerbetriebliche Kostenfaktor des Zinses spielte bei dieser Form von Selbstfinanzierung keine Rolle und begünstigte das Entstehen "schwarzer Kapitalmärkte", deren Zinssatz mit 15 % noch zu niedrig angegeben sein dürfte.

Für eine wachsende Wirtschaft darf die Notwendigkeit einer Nettogeldschöpfung unterstellt werden.[2] "Da sie auf ein zunächst noch nicht überhöhtes Angebot trifft, müssen die Preise steigen" und "ihr einkommensmässiger Niederschlag ist die Entstehung kinetischer Unternehmergewinne,[3] die die Stelle des freiwilligen Sparens vertreten."[4]

1) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, a.a.O., S. 115.
2) Von Nettogeldschöpfung ist dann zu sprechen, wenn die bankmässige Finanzierung von Investitionen durch Geldschöpfung über die gleichzeitige Geldstillegung hinausgeht.
3) Der kinetische Unternehmergewinn ist nicht zu verwechseln mit dem dynamischen Pionierlohn Schumpeters, der nur dem schöpferischen Unternehmer zufällt und natürlich erst realisiert wird, wenn der Investitionsprozess abgeschlossen ist und die neuen Güter auf den Markt kommen.
4) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, a.a.O., S. 115.

Die Bezeichnung kinetischer Unternehmergewinne als Konstellationsgewinne, weil sie sich vom alten zum neuen Gleichgewichtszustand ergeben, ist richtig und findet seinen Ausdruck in der Form $J = S + Q$,[1] wobei Q die Höhe des kinetischen Unternehmergewinnes angibt. Es ist der Betrag, um den die mit Hilfe der Geldschöpfung finanzierten Investitionsausgaben (J) die Ersparnis überschreiten. So nimmt Q den Charakter von S an, allerdings nicht als freiwillige Ersparnis, sondern als erzwungene.[2] Beide, Ersparnis und Unternehmergewinn, sind Finanzierungsmittel für Investitionen. Ebenso ist der Bankkredit uneingeschränkt durch die Fristigkeit Kapital; er kann, in jeder Form gegeben, Kapital sein und hat den Charakter einer echten Vorfinanzierung, auch wenn zu einem nicht a priori festgelegten Zeitpunkt irgendwann eine Konsolidierung, bei der Selbstfinanzierung auch aus eigenen Gewinnen, erfolgt.

Der Vorteil dieser Definition liegt darin, dass die Schwierigkeiten der nur formalen Kurzfristigkeit vieler Kredite, die in der Hauptsache langfristig verwendet werden, bei einer begrifflichen Erfassung nicht mehr auftreten und einfach kurzfristiges Kapital "Geld" und langfristiges Kapital "Kapital" genannt werden.[3]

Dabei behält die Definition des Kapitalmarktes als Markt für langfristige Forderungen[4] durchaus Gültigkeit, allerdings nicht von der Angebotsseite, sondern von der

---

1) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, a. a.O., S. 116. Insbesondere sei hier auf die Diskussionen verwiesen, die sich im Anschluss an das Erscheinen des "Treatise on Money" von J.M.Keynes im Jahre 1930 entspannen und nachgezeichnet wurden von W.A.Jöhr, im 6.Kapitel seines Buches Die Konjunkturschwankungen. Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik, Band II, a.a.O. Dazu ist die Buchbesprechung von A.Wissler in Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Jg.1954 Heft 1, S. 65ff, "Die richtige Theorie für die empirische Konjunkturforschung" zu beachten und die Entgegnung von Jöhr an der gleichen Stelle Heft 3, S. 248ff, "Sparen und Investieren als Teilströme des Einkommenskreislaufes".

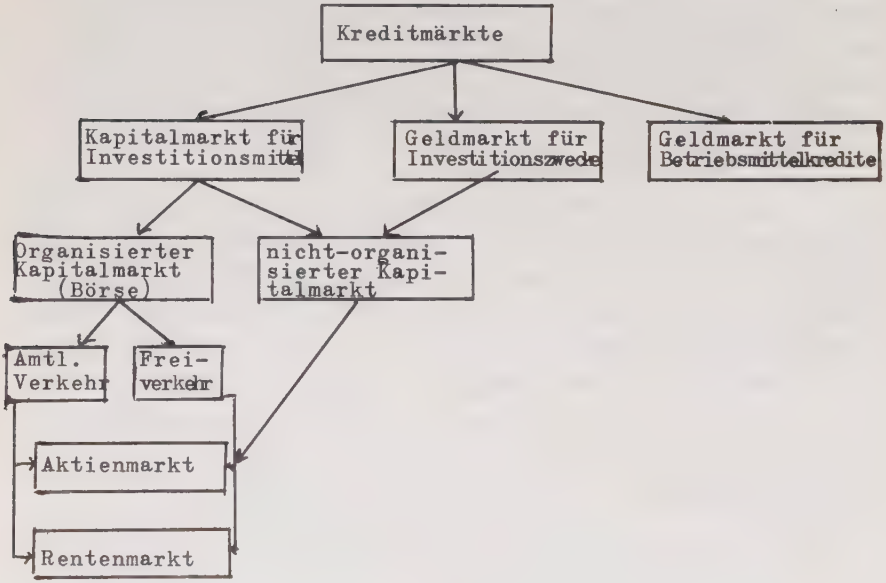
2) W. Gestrich, Kredit und Sparen, Bad Godesberg 1947, S. 54.

3) E. Preiser, Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, a.a.O., S. 118.

4) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie III, 6. verbesserte und erweiterte Aufl., Tübingen 1961, S. 173.

Verwendungs- oder Nachfrageseite gesehen; genauer gefasst: Der Kapitalmarkt ist ein Markt für Investitionsmittel und Investitionszwecke.

Daraus ergibt sich für das klassische Bild der Kreditmärkte eine Aufspaltung des Kapitalmarktes in einen Kapitalmarkt für Investitionsmittel und einen Geldmarkt für Investitionszwecke. Sie ist nicht nur ein begründetes theoretisch-begriffliches Erfordernis, sondern stellt auf die reale Relevanz ab:



Die über den organisierten Kapitalmarkt erstmalig investierten Geldkapitalien bleiben ein für alle mal volkswirtschaftlich genutzt. Einzelwirtschaftlich wird der Zwang, sich auf immer an einer Unternehmung zu beteiligen, gelöst durch die Fungibilität des Effektenkapitals. Damit wird die Kapitalvermittlung anonym gemacht und entindividualisiert.

Wie wenig die Aktiengesellschaften auf diesem traditionellen Wege ihren Investitionsmittelbedarf befriedigen konnten, ist im vorigen Abschnitt nicht nur zahlenmässig belegt worden. Dafür wuchsen die Kapitalströme über den nicht-organisierten Kapitalmarkt enorm an, zumal ebenfalls die Kapitalquellen"beachtliche strukturelle Veränderungen"[1] zeigten. Es ist zu begreifen, dass die kleine Aktienrechtsreform im Rahmen dieses Systems eine völlige Veränderung der Kreditmarktbeziehungen brachte, die für die Kursentwicklung von grosser Bedeutung war: Den Kapitalströmen über den nicht-organisierten Kapitalmarkt, soweit sie den Aktiengesellschaften zuflossen, wurde durch die kleine Aktienrechtsreform die Hintertür zum organisierten Kapitalmarkt, zur Aktienbörse, geöffnet, aber ein solcher "Weg von hinten herum" hatte auf die Struktur der Besitzverhältnisse überhaupt keinen Einfluss.

V. Steuerpolitik und Börsenkurs

1. Grundsätze der Steuerpolitik

Da die Steuerpolitik im Rahmen der gegebenen Wirtschaftsordnung tätig zu werden hat[2] und praktisch von derselben Stelle wie die Wirtschaftspolitik insgesamt gelenkt wird, kommen ihr sowohl konstituierende als auch regulierende Funktionen zu.[3] Das westdeutsche Steuersystem konnte kein einheitliches System werden und ist bis heute nur Stückwerk

1) W. Biber, Die gegenwärtige Lage des Kapitalmarktes, Vortrag vor der Mitgliederversammlung des Verbandes der privaten Kreditinstitute in Bayern am 6.8.1951.

2) H. Jecht, Der Problemkreis, Besteuerung und Wirtschaftspolitik in der deutschen finanzwissenschaftlichen Literatur, in: Finanzarchiv NF, Bd. 20, Heft 1, S. 5ff.

3) H. Haller, Finanzpolitik, Tübingen-Zürich 1955, S. 21, spricht von der der Steuerpolitik übergeordneten Finanzpolitik als einem allgemein-wirtschaftspolitischen Steuerungs- und Korrekturinstrument.

geblieben, weil einzelnen Gruppen innerhalb der Wirtschaft aus Gründen einer Versorgungsmaximierung heraus unverdiente steuerpolitische Vorteile gewährt wurden. Eine nachträgliche Korrektur dieses Zustandes war beinahe unmöglich:

(1) Alle Erleichterungs- und Begünstigungsmassnahmen haben die Tendenz, auch wenn sie nur als vorläufig oder befristet gedacht sind, von den Profitierenden als wohlerworbenes Recht, von den anderen unter Berufung auf den verfassungsmässigen Gleichheitsgrundsatz als ein auch ihnen zustehendes Recht verlangt zu werden.[1)]

(2) Die einer jeden Gesetzesmaschinerie innewohnende Schwerfälligkeit ist der von ihr abhängigen Steuerpolitik impliziert.

Die Steuerpolitik gehört fest verbunden zu dem erstellten Wirtschaftsrahmen und hat damit erheblichen Einfluss auf die Gesamtentwicklung des Wirtschaftsablaufes; sie ist wesentlich schwerfälliger und damit zur Korrektur von Trendausschlägen weniger geeignet, deren Beeinflussung dem Gebiet der Geldpolitik zuzuordnen ist. Vollends bedenklich wird es, was besonders am Aktienmarkt zu zeigen sein wird, wenn hier in der Spekulationsphase bei einer dazu noch fraglichen Ueberhöhung des Kursniveaus eine Störung des Wirtschaftsablaufes mit geldpolitischen Mitteln bekämpft werden soll, die von einer auf ein bestimmtes Ziel ausgerichteten finanzpolitischen Zweckmassnahme verursacht wurde.

Die Gefahr solcher Massnahmen liegt, solange sie nicht im Rahmen einer organischen, in-sich-geschlossenen Steuerpolitik ergriffen werden, in der "Heterogenie der Zwecke".[2)] Dieses Prinzip besagt, dass sich als Folgen bestimmter Handlungen und Massnahmen oft Nebenwirkungen ergeben, die nicht beabsichtigt, die aber, nachdem sie beobachtet

1) F. Neumark, Wo steht die Fiscal Policy heute? in Finanzarchiv, NF, Bd. 19, Heft 1, S. 64.

2) W. Wundt, System der Philosophie, 4. Auflage, 1. Bd., Leipzig 1919, S. 326ff. Zitiert nach H. Haller, Finanzpolitik, a.a.O., S. 122.

sind, Anlass zu einer Revision der Zielsetzung geben, in dem Sinn, dass solche Wirkungen nun gerade mit Hilfe dieser Massnahmen angestrebt werden. Damit ist das gleiche gemeint, wie wenn gesagt wird, solche Massnahmen gerade auf steuerlichem Gebiet hätten die Tendenz, sich wie eine "ewige Krankheit" fortzusetzen.[1)]

Es ist unerlässlich, nochmals darauf hinzuweisen, dass die beschriebene Doppelgleisigkeit in der westdeutschen Steuerpolitik aus einer Vernachlässigung ihrer Aufgabe einer gleichmässigen Einkommensverteilung zugunsten eines auf eine Versorgungsmaximierung ausgerichteten wirtschaftlichen Fortschrittes resultiert.[2)] Es ist einzusehen, dass die daraus sich ergebende gegenwärtige Situation berichtigt werden muss, aber zweifelhaft, ob das neutrale Unternehmensrecht geeignet ist, die Schwierigkeiten zu lösen, die zu sozialen Spannungen geführt haben und durch eine Umverteilung des Vermögens via Aktie zu beheben sind. Keinesfalls dürfen die erforderlichen Massnahmen gegen das Prinzip der Marktwirtschaft verstossen und die Steuerung der dezentralisierten Produktionsentscheidungen durch den Markt, durch Nachfrage und Preis, verletzen.[3)]

Bei einer Zunahme der Oeffentlichen Hand an der Vermögensbildung, bei einer Bekämpfung der aus dem Eigentum in wenigen Händen delegierten Machtstellung, bei einer Umverteilung des Vermögens durch steuerlich begünstigten Aktienerwerb, sind diese Befürchtungen berechtigt. Die heutige Steuerpolitik in Westdeutschland weist zunehmend

---

1) R. Nöll von der Nahmer, Noch einmal: Steuerreform, in: Der Volkswirt, 11. Jg. Heft 51/52 vom 21.12.1957, S. 105ff.

2) K. Schmidt, Zum Problem der Zweckkollisionen in der modernen Steuerpolitik, in: Finanzarchiv NF Bd. 19, S. 204ff (Bei einer Kritik der deutschen Finanzpolitik während der ersten Jahre nach der Währungsreform wird man allerdings die besonderen politischen Umstände berücksichtigen müssen, die damals in den westlichen Besetzungszonen Deutschlands herrschten. Es liegt hier ein Ausnahmefall vor, weil es - wegen des Einspruchs der Besatzungsmächte - nicht oder nur sehr unvollkommen gelang, die hohen Steuersätze abzubauen. S. 215, Fn. 4).

3) C. Föhl, Ueber die Möglichkeiten einer Beeinflussung der Vermögensbildung und ihrer Verteilung, a.a.O., S. 132ff.

in die Richtung eines totalen Versorgungsstaates. Nicht zuletzt lässt sich daraus eine - nicht zugegebene - Einsicht in das Versagen der Marktwirtschaft ableiten.[1)2)3)]

Eine summarische Zusammenfassung des Steuersystems[4)] gibt zwar einen Ueberblick über die zur Verfügung stehenden Steuerinstrumente, ist aber kein Ansatzpunkt für die Klärung der Zusammenhänge zwischen Besteuerung und Kursentwicklung. Er wird gegeben durch eine Trennung der verschiedenen Formen der Besteuerung nach den Fragen, inwieweit die Aktiengesellschaften einerseits, die Aktionäre andererseits steuerlich belastet werden.

Die quantitativen Einflüsse der Steuerpolitik auf den Kurs sind zunächst eindeutig: Steuersenkungen bei den Gesellschaften und/oder bei den Aktionären wirken positiv auf den Kurs, Steuererhöhungen invers.

Treten neben die wirtschaftslenkenden Steuermassnahmen - sie beziehen sich auf die Ausgestaltung des Steuersystems insgesamt - interventionistische[5)] - damit sind punktuelle, mit einer bestimmten Zielsetzung verbundene steuerliche Eingriffe in den Wirtschaftsablauf zumeist in Form von Steuervergünstigungen gemeint -, ist die Einwirkung auf den Kurs ebenfalls eindeutig.

---

1) L. Wolkersdorf, Zur Frage der Vermögensbildung in breiten Schichten, in: Finanzarchiv NF Bd. 20, Heft 1, S. 84.

2) A. Reitlinger, Soziale Marktwirtschaft auf dem Prüfstand, Köln 1958.

3) W. Schreiber, Vermögensbildung in breiten Schichten, Köln 1958, S. 25ff.

4) O. Bühler, Steuerrecht, 3.Aufl., München 1958, Bd. 2, S. 20.
Direkte Steuern
- Steuern vom Einkommen
- Steuern vom Vermögen
- Realsteuern und Investitionshilfe
- Lastenausgleichs-Abgaben

Indirekte Steuern
- Verkehrssteuern
- Verbrauchssteuern
- Direkte Aufwandssteuern
- Zölle und Monopole

5) F. Neumark, unterscheidet in demselben Sinn zwischen interventionistischen und dirigistischen Steuermassnahmen. Interventionistische und dirigistische Steuerpolitik, in: Wirtschaftsfragen der freien Welt, a.a.O., S. 450ff.

Der Unterschied ist der: Ist im Rahmen der wirtschaftspolitischen Zielsetzung eine wirtschaftslenkende Steuermassnahme geplant, z.B. eine Veränderung in der Ausgestaltung des Systems oder in der Höhe der Steuersätze, wird sie bei Bekanntwerden in den Kursen meist schon vor ihrer Einführung vorweggenommen. Dagegen hinkt die Einwirkung interventionistischer Steuermassnahmen auf die Kurse zeitlich zumeist nach und eine in ihrem Sinn vorzunehmende Korrektur wirkt oft sehr explosiv.

Immer lösen allfällige Aenderungen in der Steuerpolitik unmittelbare psychische Reaktionen an den Börsen aus, denn namentlich "die beweglichsten Glieder der Wirtschaft: Handel, Banken und Börsen reagieren natürgemäss am empfindlichsten auf jeden Druck und jede Druckdifferenz in der Besteuerung".[1] Es ist bekannt, dass eine überhöhte Besteuerung der Gewinne und der Einkommen zu einem Nachlassen der Steuermoral und zu einem Wachsen der legalen und illegalen Steuerausweichung führt.[2] Dem Steuerpflichtigen wird ein Teil seiner Einkommens weggesteuert und er "nimmt dafür nichts für ihn privatwirtschaftlich Bewertbares ein. Er erleidet eine nicht kompensierte Einbusse in seiner wirtschaftlichen Macht".[3] Es stellt sich die Frage, bis zu welchem "psychological breaking point"[4] sich der Steuerpflichtige den Zugriff des Fiskus auf sein Einkommen gefallen lässt, ohne dass es zu den unerwünschten Erscheinungen wachsenden Steuerwiderstandes kommt. Diese Grenze wurde durch die Doppelbesteuerung der Erträgnisse aus Dividendenwerten überschritten. Die steuerlich günstigere Einbehaltung

---

1) A. Lampe, Die wirtschaftlichen Voraussetzungen der nicht fiskalischen Steuergestaltung, in: Beiträge zur Finanzwissenschaft, Bd. I, Tübingen 1928, S. 200.

2) W. Vickrey, Agenda for Progressive Taxation, New York 1947, S. 14.

3) J. Popitz, Der wirtschaftende Mensch als Steuerzahler, in: Vierteljahreszeitschrift für Steuerrecht, 1930, 4. Jg., Zitiert nach K.G. Holtgrewe, Der Steuerwiderstand, in: Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Berlin 1954, S. 28.

4) Troeger/Neumark, Zur grossen Steuerreform, 2 Vorträge, Hamburg 1953, S. 45.

der Gewinne kam in erster Linie den Aktionären mit hohem Einkommen, den Grossaktionären, zugute, die so in erheblichem Umfang Steuern sparen konnten. Die Folge war eine betriebliche Kapitalakkumulation,[1] die ausserdem über einen durch den hohen Substanzwert der Gesellschaften beeinflussten Kurs zu einer relativ niedrigen Effektivverzinsung der Aktien führte.[2] Damit verlor der Kleinaktionär das Interesse an seinem Aktienbesitz und entschloss sich vor allem in der Konsolidierungs- aber auch noch in der Spekulationsphase zum Verkauf seiner Papiere. Die stark angehobenen Kurse gaben ihm die Möglichkeit, sich seinen Verzicht auf Dividendenerträge durch hohe Kursgewinne auszahlen zu lassen.

2. Auswirkungen steuerlicher Vorschriften auf den Jahresabschluss

Der beschriebene Tatbestand hatte noch eine andere Konsequenz: Das angedeutete Gesetz des Steuerwiderstandes spielt besonders im Bereich der Aktiengesellschaften, an denen Grossaktionäre beteiligt sind.[3] Das in ständiger Rechtssprechung entwickelte Massgeblichkeitsprinzip, nach dem die Wertansätze der Handelsbilanz für die Steuerbilanz relevant sind, solange nicht steuerliche Vorschriften dem entgegenstehen, hat durch die verschiedenen steuerlichen Vergünstigungen eine völlige Umkehr erfahren. In der Praxis zeigt sich eine Massgeblichkeit der Steuerbilanz für die Handelsbilanz[4], durch die die wahren Bilanzverhältnisse verschleiert werden.[5] Es hat sich allgemein eingebürgert,

1) W. Flume, Steuerwesen und Rechtsordnung, Göttingen 1952, S.15.
2) Ohne die Bezugsrechte zu berücksichtigen betrug die Effektivverzinsung der Aktien bezogen auf den jeweiligen Kursstand am Jahresende:

1953	2,87 %	1957	4,64 %
1954	2,65 %	1958	3,29 %
1955	3,10 %	1959	2,19 %
1956	4,15 %		

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1960/6, S.130.
3) vgl. dazu auch S. 169 ff.
4) F. Wall, Falschverstandenes Massgeblichkeitsprinzip, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1954, S. 295ff.
H. Brömer, Einfluss des Steuerrechtes auf die handelsrechtliche Bilanzierung, in: Das Wertpapier, 1953, S. 67.
5) H. Brömer, ebenda, S. 67.

dass die steuerlichen Vergünstigungen[1], hier als legale Steuerausweichung zu verstehen, automatisch in die Handelsbilanz aufgenommen werden, wenn dies aus den Steuergesetzen auch nicht immer klar hervorgeht, so aber doch aus den dazu ergangenen Verwaltungsrichtlinien. Bei aller Einsicht in die praktischen Schwierigkeiten, die sich aus divergierenden Erstellungen von verschiedenen, z.T. erheblich voneinander abweichenden Steuer- und Handelsbilanzen ergeben würden, könnte dadurch einer verständlichen Unsicherheit der börsenmässigen Bewertung von Aktien entgegengewirkt werden. Diese Unsicherheit hat vor allem zwei Ursachen:

(1) Durch die Uebernahme der steuerlichen Vergünstigungen in die Handelsbilanz wird zu einer Abschätzung der verbrauchsbedingten Abschreibungen gezwungen, da vermutet werden darf, dass die steuerlich-begünstigten Neuinvestitionen über ihren eigentlichen Abnutzungsgrad hinaus abgeschrieben werden, so dass das handelsrechtliche Gesamtergebnis den Anforderungen des § 129 Akt. G[2] aus steuerlichen Gründen nicht mehr gerecht werden kann.

(2) Bei bestimmten Wertberichtigungen[3] handelt es sich um unversteuerte Rücklagen, die ihrem Charakter nach teils Eigenkapital, teils Rückstellungen für daraus zu erwartende Steuerschulden darstellen. Nur gesellschaftsintern Eingeweihten ist eine entsprechende Aufteilung möglich und auch dann nur beschränkt, weil sie sich an der immer unbekannten Komponente der künftigen Steuerlast zu orientieren hat.

---

1) vgl. S. 92 ff.

2) (Der Jahresabschluss) ist so klar und übersichtlich aufzustellen, dass er einen möglichst sicheren Einblick in die Lage der Gesellschaft gewährt, § 129 Abs. 1 Abt. G. (Analog § 142 Reg. Entw.)

3) Bei den Wertberichtigungen des § 7 EStG handelt es sich um unversteuerte Rücklagen; das gleiche gilt für die Rücklagen für Ersatzbeschaffungen, Preisdifferenzen, zur Ausfuhrförderung und zur Vorfinanzierung des Lastenausgleiches.

Die steuerlich eingeschränkte Aussagekraft der veröffentlichten Handelsbilanzen kann nur dann beseitigt werden, wenn die Abhängigkeit der Handelsbilanz von der Steuerbilanz ohne steuerliche Vorteile[1)2)] aufgegeben wird und somit wieder eine Bilanz erstellt werden kann,[3)] die einen unverfälschten Einblick in die Lage der Gesellschaft gestattet.[4)]

3. Prinzip der Doppelbesteuerung und seine Auswirkung auf die Börsenkurse

Seit den Miquel'schen Steuerreformen der Jahre 1890/91 werden die Gewinne der Kapitalgesellschaften zweimal erfasst. Die Kapitalgesellschaft - steuerrechtlich als selbständiges Steuersubjekt angesprochen - wird einer proportionalen Einkommenssteuer, der Körperschaftssteuer unterworfen. Die verbleibenden, bereits einmal besteuerten Gewinne werden beim Aktionäre bei Ausschüttung ein zweites Mal erfasst. Infolge der progressiven Ausgestaltung der Einkommenssteuer unterliegen sie hier einem Besteuerungssatz, der dem jeweiligen Gesamteinkommen des Aktionärs entspricht. Die steuerrechtliche Inkonsequenz liegt darin, dass periodisch ausgeschüttete Gewinne zweimal versteuert werden müssen, während thesaurierte Gewinne und solche, die erst bei

1) W. Reiniger, Zur Reform der Vorschriften über Publizität, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaften, Diss. München 1957, S. 102.

2) E. Aufermann, Einkommenssteuerbilanz und Verlustkompensation, in: Unternehmung und Steuer, 3. Folge Heft 2, Köln 1959; er will durch eine "Dynamisierung der Steuerbilanz" das "verrechnungstechnische Postulat der Vergleichbarkeit des Erfolges" wiederherstellen.

3) E. Göppert, Die Selbstfinanzierung in der Schweiz, Diss. Basel 1959, S. 44; er unterscheidet zwischen drei unter dem Druck der modernen Wirtschaftspraxis entstandenen Bilanzen: (1) die betriebswirtschaftlich-richtige Bilanz (Geheimnisbilanz), (2) die Gewinnverteilungsbilanz (Publikumsbilanz) und (3) die Steuerbilanz.

4) Gewisse Ansätze dazu sind vorhanden: Das Ausfuhrförderungsgesetz (Gesetz über steuerliche Massnahmen zur Förderung der Ausfuhr v. 28.6.1951, BGBl I, S. 405) gestattet die Bildung steuerfreier Rücklagen ohne Rücksicht auf die Behandlung in der Handelsbilanz (§ 3), das gleiche gilt für Preissteigerungsrücklagen und Darlehensbeträge, die ab 1955 im Rahmen des § 7c EStG gewährt wurden.

der Liquidation einer Aktiengesellschaft den Aktionären zufliessen, gewöhnlich nur einmal steuerlich zu erfassen sind.[1)2)]

Der sukzessive Abbau der steuerlichen Begünstigungen mit der ausserfiskalischen Zwecksetzung einer innerbetrieblichen Kapitalbildung[3)] ging Hand in Hand mit der Senkung und Spaltung der Körperschaftsteuersätze[4)] und der Ermässigung der Einkommenssteuersätze[5)] im Berichtszeitraum. Bis 1953 hatte ein einheitlicher Körperschaftsteuersatz gegolten. Für die Jahre 1953 bis 1955 wurde ein gespalteter Satz im Verhältnis von 60 : 30 eingeführt, der von 1955 an auf 45 : 30 reduziert wurde. Die Reform von 1958 verstärkte die Spaltung entscheidend und erreichte mit einer Spanne von 36 % die bisher grösste Divergenz. Die Wirtschafts- und

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S. 919.

2) H.W. Mauritz, Aktie, Einkommenssteuer und Privatvermögen, Diss. Köln 1958, insbesondere Seiten 42ff, Warum Steuerfreiheit von Liquidationsraten?

3) vgl. S. 92 ff.

4) In der Zeit von 1948 bis 1959 wurden in den einzelnen Jahren folgende Körperschaftsteuersätze in Ansatz gebracht:

Steuerjahr	Körperschaftsteuersatz in v.H.	
	auf den einbehaltenen Gewinn	auf den ausgeschütteten Gewinn
1948 (1)	50	50
1951 (2)	60	60
1953 (3)	60	30
1955 (4)	45	30
1959 (5)	51	15

Quelle: (1) MRG Nr. 64, Art II, WiGBl 1948 Beilage 4 v. 22.6.1948. (2) Gesetz zur Aenderung des Einkommensteuergesetzes und Körperschaftsteuergesetzes v. 27.6.1951, BGBl I, 1951, S. 411. (3) Gesetz zur Aenderung steuerlicher Vorschriften und zur Sicherung der Haushaltsführung (kleine Steuerreform) v. 24.6.1953, BGBl I, S. 413. (4) Gesetz zur Neuordnung von Steuern (grosse Steuerreform) v. 16.12.1954 BGBl I, S. 373. (5) Gesetz zur Aenderung steuerlicher Vorschriften auf dem Gebiet der Steuern vom Einkommen und Ertrag und des Verfahrensrechtes v. 18.7.1958, BGBl I, S. 473.

5) In der Zeit von 1948 bis 1959 wurden in den einzelnen Jahren folgende Einkommensteuersätze in Ansatz gebracht:

gesellschaftspolitischen Ueberlegungen, die zu den neuen Tarifen der Körperschaftsteuer führten, wollten mittels einer verstärkten Ersparnis an Körperschaftssteuer auf Ausschüttungen die Dividendenfreudigkeit der Aktiengesellschaften erhöhen, wobei der Ausschüttungsanreiz umso grösser ist, je weiter die beiden Körperschaftssteuersätze auseinanderfallen. Durch die gewünschte Einschränkung der Selbstfinanzierung sollte das eigentumspolitische Programm der Bundesregierung eine zusätzliche Stütze erhalten.

Die nunmehr auf Schachteldividenden fällig gewordene 36prozentige Nachsteuer bei Einbehaltung der von einer Tochter empfangenen Ausschüttungen diskriminiert das Schachtelprivileg in körperschaftssteuerlicher Sicht,[1] aber nur bezogen auf inländischen Schachtelbesitz. Bei einer ausländischen Muttergesellschaft kann diese Nachsteuer nicht erhoben werden. Da die im Inland fällige Kapitalertragssteuer nur 25 % beträgt und sich bei Doppelbesteuerungsabkommen in der Regel auf 15 % ermässigt, wurde die gewünschte Wirkung der neuen Tarife im Bereich der Gesellschaften, die über die nationalen Grenzen hinaus insbesondere in solche Länder mit niedrigen Steuertarifen (Schweiz, USA) verflochten sind, ins Gegenteil verkehrt.[2] Von hier wurde für die Ausländer ein zusätzlicher Anreiz ausgeübt, sich auch an deutschen Aktiengesellschaften zu beteiligen. Dem Charakter nach waren diese Anlagen betont Beteiligungsanlagen; das Resultat dieses Tatbestandes ist eindeutig ab-

Steuerjahre	Einkommen	Steuerbelastung *
1948 (1)	über 250 000 DM	95 %
1952 (2)	" 220 000 DM	74 %
1955 (3)	" 614 000 DM	55 %
1959 (4)	" 110 000 DM	53 %

* ohne Berücksichtigung der Plafondsätze.
Quelle: (1) vgl. S. 127, Fn.2, Ziff. (1). (2) vgl. S. 127, Fn. 2, Ziff. (3). (3) vgl. S. 127, Fn. 2, Ziff. (4). (4) vgl. S. 127, Fn. 2, Ziff. (5)

1) Deutsche Bank, Reform des Steuerrechtes 1958, o.J., S. 15.
2) G. Bucerius, Dolce Vita am Lago Maggiore, in: Die Zeit Nr. 50 v. 9.12.1960. Bei einem Gewinn von DM 100 000 verbleiben einem Aktionär, der an einer deutschen Aktiengesellschaft beteiligt ist, in Deutschland DM 32 000, in der Schweiz DM 64 900.

zulesen an einer Zunahme des ausländischen Dauerbesitzes insbesondere in schweizerischen und amerikanischen Händen.[1] Dieser Sachverhalt eines steuerlichen Wettbewerbsvorsprunges ist für die Entwicklung der Börsenkurse von nicht geringer Bedeutung gewesen.

Bei der Betrachtung der Einkommenssteuersätze ist im Rahmen dieser Arbeit eine Beschränkung auf die höchsten Progressionsstufen erlaubt, da ohne weiteres unterstellt werden kann, dass die Grossaktionäre im allgemeinen zum jeweiligen Einkommenssteuerhöchstsatz veranlagt werden. Auch diese Sätze wurden im Berichtszeitraum erheblich abgebaut, von 95 % im Jahre 1948 nach verschiedenen Teilsenkungen auf 53 % im Jahre 1959. Da den Grossaktionären ein erheblicher Einfluss auf die Finanzierungsgewohnheiten "ihrer" Gesellschaften zugesprochen werden kann, wobei sie sich von den Möglichkeiten einer persönlichen Steuerersparnis leiten lassen, ergibt sich bei einem ausschüttungsfähigen Bruttoertrag einer Aktiengesellschaft von LM 100.- in den verschiedenen Steueränderungsjahren für einen Grossaktionär folgende legale Steuerersparnis bei Einbehaltung gegenüber Ausschüttung der Gewinne:

---

1) vgl. S. 179ff.

Tabelle 12: Steuerersparnis für Grossaktionäre durch Thesaurierung der Gewinne *

Steuerjahr	Von DM 100.- Bruttogewinn einer AG verbleiben nach Abzug der KSt und ESt **		Steuerersparnis für den Grossaktionär in v.H.des nach Ausschüttung zur Neuanlage zur Verfügung stehenden Betrages
	der AG bei Thesaurierung der Gewinne	dem Gross-Aktionär bei Ausschüttung der Gewinne	
1948	DM 45.-	DM -.50	9 000 %
1951	DM 36.-	DM -.40	8 900 %
1953	DM 36.-	DM 12.-	200 %
1955	DM 51.-	DM 23.-	121 %
1959	DM 49.-	DM 36.-	36 %

* ohne Berücksichtigung von Vermögen-Gewerbesteuer und Notopfer Berlin bei der Gesellschaft sowie Notopfer Berlin und Kirchensteuer beim Grossaktionär.

** Der Bruttogewinn wird entweder ganz einbehalten oder ganz ausgeschüttet. Bei Teileinbehaltung bzw. -ausschüttung wird die steuerliche Belastung wie folgt berechnet: Da von der ausgezahlten Dividende zunächst 30 % (15 %), von dem nach Abzug der Nettodividende verbleibenden Restbruttogewinn aber noch 50 % (60 %, 45 %, 51 %) Körperschaftssteuer zu zahlen sind, beträgt die Belastung

$$k = \frac{100\ B - BP_2}{100 + P_1 - P_2},$$

wobei k der Kprperschaftssteuer, B dem Bruttogewinn, P_1 dem Körperschaftssteuersatz auf ausgeschüttete Gewinne, P_2 dem Körperschaftssteuersatz auf einbehaltene Gewinne entspricht.

Quelle: Berechnet nach den angegebenen Steuersätzen S. 127, Fussnoten 4) und 5) in Anlehnung an W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S. 919, Tabelle 2.

Bei der Berechnung ist vorausgesetzt, dass der steuerbare Gewinn nicht durch Sonderabschreibungen innerhalb der Unternehmen gemindert wurde. In solchen Fällen können sich die Steuerersparnisse um mehr als die Hälfte erhöhen.[1] Die Auswirkungen einer derartigen, schon nicht

1) A. Hansi, Wie kann der Kapitalmarkt gesunden? in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Finanzierungsprobleme und Steuerpolitik, Berlin 1957, S. 27.

mehr alternativen Gewinnverwendungsmöglichkeit hat die Tendenz zur Besitzkonzentration[1] bei Grossaktionären, denen es mehr auf macht- und betriebspolitische Gesichtspunkte ankommt, verstärkt. Erstens war es offensichtlich nur den Beziehern hoher Einkommen möglich, auf diesem legalen Wege Steuern zu sparen und zweitens wurden die vorwiegenden Ertragsinteressen der Kleinaktionäre diskriminiert.[2] Allerdings kann die Selbstfinanzierung der Aktiengesellschaften, an denen Grossaktionäre beteiligt sind, nicht allein durch die einfache, steuerliche Erklärung begründet werden. Die Aenderung der Finanzierungsgewohnheiten blieb nicht nur auf den Kreis dieser Gesellschaften beschränkt, sondern wurde auch im Bereich der grossen Publikumsgesellschaften praktiziert. Es ist richtig, dass die steuerpolitischen Voraussetzungen eindeutig die Eigenfinanzierung begünstigten. Aber diese Massnahmen überzeugen erst dann, wenn erkennbar wird, dass sie allein geschaffen wurden, weil den finanziellen Anforderungen der zunehmend kapitalintensiveren Grossindustrie Rechnung getragen werden musste, da die notwendigen Mittel auf dem traditionellen Wege über den Kapitalmarkt nicht mehr beschafft werden konnten.

4. Kostenproblematik bei Aktienfinanzierung bzw. bei Anleihefinanzierung

Ein Kostenvergleich der Kapitalbeschaffungsarten über Eigenfinanzierung (Aktienemissionen) oder Fremdfinanzierung (Anleiheemissionen) ist auf verschiedenen Ebenen zu vollziehen.[3] Auf Seiten der emittierenden Aktiengesell-

1) A. Hänsi, Wie kann der Kapitalmarkt gesunden? a.a.O., S. 28

2) Die Randerscheinungen eines zunehmenden, meist ausserbörslichen Pakethandels kann diese Ueberlegungen nur noch zusätzlich stützen. In ihrem Börsenbrief v. 16.12.1955 (S. 2) spricht die Berliner Bank schon damals von überhöhten en-gros-Preisen an der Börse.

3) Bei dem Kostenvergleich werden die Mischformen der Finanzierung zwischen Obligation und Aktie (Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen, Vorzugsaktien, Genussscheine) nicht berücksichtigt.

schaft (Anleiheschuldnerin) ist in beiden Fällen zwischen einmaligen und laufenden Kosten zu unterscheiden, auf Seiten der Aktionäre (Anleihegläubiger) sind die verfügbaren Nettoerträge der alternativen Kapitalanlage auf dem Rentenmarkt oder auf dem Aktienmarkt einander gegenüberzustellen. Nur unter Berücksichtigung auch dieses Gesichtspunktes kann eine Emission von Erfolg sein; er wird vor allem durch steuerliche Kosten bestimmt.

Der einmalige Emissionsaufwand beträgt[1] für die Aktiengesellschaft bei einer Ueberparikapitalerhöhung 5,78 % des Aktiennominalbetrages und 2,5 % Gesellschaftssteuer[2] auf den ausmachenden Betrag der Ueberpariemission; bei der Begebung einer Anleihe beträgt der einmalige Emissionsaufwand 7,28 % des Anleihenominalbetrages.[3] Die Grundlage eines Vergleiches der einmaligen Emissionskosten bei beiden Finanzierungsarten ist die erforderliche Kapitalmenge, da die Wertpapiersteuer[4] auf den Nominalbetrag der Anleihe berechnet wird, die Gesellschaftssteuer aber auf den effektiven Betrag der Ueberpariemission von Aktien. Kostengleichheit ergibt sich für die einmaligen Kosten bei einem Bezugskurs von 121 % für die jungen Aktien.

---

1) Dargestellt nach K. Liske, Ist eine Kapitalerhöhung "teurer" als eine Anleihe, in: Das Wertpapier, 1959/11, S. 697ff.

2) Die Emissionen von Aktien unterliegen nach § 2 in Verbindung mit dem §§ 5 und 6 des Kapitalverkehrssteuergesetzes (KVStG) der Gesellschaftssteuer, einer der drei Unterarten der Kapitalverkehrssteuer; sie umfasst alle Rechtsvorgänge, durch die Kapital erstmalig in das Vermögen einer Kapitalgesellschaft eingeht unter gleichzeitiger Begründung einer gesellschaftlichen Nutzung durch den bisherigen Inhaber.

3) Die 7,28 % Emissionskosten bezogen auf den Anleihenominalbetrag setzen sich wie folgt zusammen: 2,5 % Bankenprovision, 0,5 % Börseneinführungsprovision in Verbindung mit den Kotierungsgebühren eventuell für mehrere Börsen, 1,55 % Gebühren für die Eintragung einer Sicherungshypothek bzw. Grundschuld plus Notar- und Freihändergebühren, Druck- und Prospektkosten ungefähr 0,234 % und 2,5 % Wertpapiersteuer (vgl. Fussnote 4).

4) Nach § 11 KVStG unterliegt von einigen Ausnahmen abgesehen (§ 13 KVStG) der Ersterwerb verzinslicher, in Schuldverschreibungen verbriefter Forderungsrechte der Wertpapiersteuer.

Die laufenden Emissionskosten als Kupon- bzw. Dividendeneinlösungsprovisionen sind mit 1/4 % auf die auszuzahlenden Zinsen- bzw. Dividendenerträge gleich.

Als Ergebnis dieses Kostenvergleiches zeigt sich folgender Einfluss der einmaligen und laufenden Emissionsaufwände auf die Wahl der Finanzierungsart: Kapitalerhöhungen bei hohen Bezugskursen sind in ihrer Dividendenbeanspruchung nur dann teurer als der Zinsdienst einer Anleihe,[1] wenn das relative Verhältnis der Dividenden zu den Anleihezinsen grösser ist als die entsprechende Relation von Bezugskurs zu Nominalwert. Sind die genannten Beziehungen einander gleich, dann entspricht der Kapitalzinsendienst dem Kapitalertragsdienst.

Wenn die steuerlichen Tatbestände in die Betrachtung einbezogen werden, dann verschiebt sich das Bild eindeutig zu ungunsten der Eigenfinanzierung über Kapitalerhöhungen.[2] Die Dividendenerträge sind einer gesamten Steuerlast von 32 % auf seiten der Aktiengesellschaft ausgesetzt; sie ergibt sich wie folgt:

(1) Die Gewerbeertragssteuer[3] von 12,5 % ermässigt sich auf eine effektive Belastung von 11,2 %, weil sie körperschaftsteuerlich abzugsfähig ist.

(2) Die Körperschaftssteuer von 15 % auf den ausgeschütteten Gewinn, deren Betrag noch der Körperschaftssteuer von 51 % unterliegt, führt zu einer gesamten körperschaftssteuerlichen Belastung von 23,44 %, die sich bei Anwendung auf den um die Gewerbeertragssteuer verminderten Betrag auf 20,8 % ermässigt.

---

1) ohne Berücksichtigung eines Ausgabedisagios und/oder eines Rückzahlungsagios.

2) Die weitere Betrachtung bleibt nur auf die zuletzt gültigen Körperschaftssteuersätze in Höhe von 51 % : 15 % (ab 1959) beschränkt (vgl. S. 127 Fussnote 4).

3) Die Gewerbeertragssteuer ist eine Sachsteuer. Ihre Berechnungsgrundlage ist der Gewerbeertrag eines Kalenderjahres. Durch Anwendung der im Gesetz verankerten Steuermesszahlen wird zunächst je ein Steuermessbetrag nach dem Gewerbeertrag und nach dem Gewerbekapital ermittelt. Bei Kapitalgesellschaften beträgt die Steuermesszahl für den Gewerbeertrag 5 %, die für das Gewerbekapital 2 ‰. Aus der Summe beider Messbeträge wird ein einheitlicher Gewerbesteuermessbetrag festgelegt. Die fällige Gewerbesteuer ergibt sich aus

Für Anleihezinsen kann eine ähnliche, generelle Kostenbelastung nicht erstellt werden; sie würde entsprechend den jeweiligen Anleihebedingungen variieren und müsste von Fall zu Fall neu errechnet werden. Grundsätzlich kann jedoch festgehalten werden, dass die Anleihezinsen infolge ihres steuerrechtlich anerkannten Aufwandcharakters den körperschaftssteuerlichen Gewinn schmälern und damit eine erhebliche Steuerersparnis sichern. Im speziellen Fall einer Kapitalbeschaffung durch Aktienemission zu pari zeigt sich eine um 21 % höhere steuerliche Kostenbelastung im Vergleich mit einer Anleihe gleichen Kapitalbetrages. Die Emissionskosten einer Aktienemission sind ebenfalls dann höher, wenn die ausgeschüttete Dividende dem Prozentsatz nach der Zinshöhe für eine Anleihe entspricht. Die steuerliche Belastung bei beiden Kapitalbeschaffungsarten ist nach der obigen Berechnung erst in dem Augenblick gleich, in dem die Dividendenzahlung um 32 % niedriger ist als der Zinssatz der Anleihe.

Bei einer Gegenüberstellung der dem Aktionär (Obligationär) verbleibenden Nettoerträge aus Dividenden (Anleihezinsen) zeigt sich durch die Doppelbesteuerung der Dividendenerträge[1] eine eindeutige Begünstigung der Anlage von Kapitalbeträgen in Anleihen. Durch die im Rahmen der Kapitalmarktförderung[2] emittierten festverzinslichen Wertpapiere, deren Zinsen entweder steuerfrei oder -begünstigt sind, wurden die Dividenden der Aktien zusätzlich diskriminiert.

---

der Höhe des von einer Gemeinde unter Zustimmung der zuständigen Landesregierung für jedes Rechnungsjahr neu festgelegten Hebesatzes. In diesem Fall wurde ein durchschnittlicher Hebesatz von 250 zugrunde gelegt.

1) vgl. S. 126ff.

2) vgl. S. 97ff.

VI. Notenbankpolitik und Börsenkurs

1. Veränderte volkswirtschaftliche Voraussetzungen

Der Wirkungsgrad notenbankpolitischer Eingriffe ist sowohl durch die Aufgabe des Goldstandards und den Uebergang zu manipulierten Währungen stark eingeschränkt worden als auch durch die volkswirtschaftlichen Veränderungen, die einen solchen Wechsel notwendig machten. Nach einem groben Schema lassen sich in den vergangenen Jahrzehnten vier Perioden geänderter Währungspolitiken unterscheiden.

(1) Die Währungspolitik des klassischen Goldstandards bis zum ersten Weltkrieg hatte "mehr aussenwirtschaftliche als binnenwirtschaftliche Ziele"[1] zu verfolgen; eine Währung galt dann als stabil, wenn die Parität zu den übrigen Währungen innerhalb der Goldpunkte aufrechterhalten wurde. Die Währungspolitik dieser Zeit war darum kein Garant für die Stabilität des binnenwirtschaftlichen Preisniveaus, sondern war ausschliesslich für stabile Paritäten verantwortlich. Es erübrigte sich eine Unterscheidung von innerem und äusserem Geldwert und damit ebenso eine Trennung in innere und äussere Währungspolitik.

(2) Die Währungspolitik eines neuen Goldstandards bis zur Weltwirtschaftskrise 1931 versuchte in den zwanziger Jahren nach dem Vorkriegsmodell einen neuen Goldstandard zu etablieren, der aber einen völlig anderen Tatbestand zu decken hatte. Ohne zu bedenken, dass die "politischen, wirtschaftlichen und moralischen Voraussetzungen dahingefallen waren"[2], waren die Hoffnungen an den neuen Goldstandard dennoch daran

---

1) E. Salin, Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, in: Mitteilungen der List-Gesellschaft, Nr. 6, v. 15. 1o. 1956, S. 117.

2) ebenda, S. 12o

geknüpft, dass er "in einer durch Reparationen, inter alliierte Schulden und andere Umstände sehr veränderten Welt"[1] ein neues Gleichgewicht schaffen sollte. Dieser Versuch, der zu jener "Weltwirtschaft des als-ob"[2] führte, misslang und so wurde der Glaube an anonyme, aber automatische Ordnungskräfte des Goldmechanismus aufgegeben und im Rahmen manipulierter Währungen durch selbstbestimmte, wohlstandsökonomische Zielsetzungen abgelöst.

(3) Die Währungspolitik binnenwirtschaftlicher Autonomiebestrebungen als Abschirmung gegen weltwirtschaftliche Deflationstendenzen in den dreissiger Jahren führte zu einer Periode des Protektionismus, des Bilateralismus, der Autarkie und der Desintegration in nationalstaatliche Währungspolitiken. Unter den vielfachen Motiven, die im einzelnen zu diesen Massnahmen in den verschiedenen Ländern geführt haben, mögen sich zwei gemeinsame herausschälen: das von der Wirtschaftstheorie erhobene Postulat[3] der Vollbeschäftigung führte zu einer Gewichtsverlagerung von der äusseren zur inneren Wirtschaftspolitik,und ausserdem hatten sich die Währungspolitiken den Autonomiebestrebungen anzupassen, um die allgemein rückläufige Entwicklung der Weltwirtschaft sich nicht oder nicht mehr im eigenen Lande auswirken zu lassen.

(4) Die Währungspolitik binnenwirtschaftlicher Autonomiebestrebungen als Abschirmung gegen weltwirtschaftliche Inflationstendenzen vor allem nach dem zweiten Weltkriege führt in der Bundesrepublik zur schärferen Trennung von innerer und äusserer Währungspolitik. Die Alternative zwischen monetärer Stabilität oder Vollbeschäftigung um jeden

1) K. Blessing, Fragen der Währungspolitik, in: Beilage zu Das Wertpapier, 1961/1.

2) E. Salin, Wirtschaft und Staat, Berlin 1932, S. 32ff.

3) J.M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, a.a.O.

Preis mit inflatorischen Konsequenzen stellt alle Notenbanken vor ein neues Problem. Die Deutsche Bundesbank entschloss sich - am deutlichsten sichtbar an der Währungspolitik ab 1955 (vgl. Graphik Nr. 11 S.148) -, mit monetären Kontraktionen das Preisniveau und damit die innere Kaufkraft der Deutschen Mark zu sichern. Dieses Vorgehen wurde vor allem aus dem psychologischen Grund bejaht, dass die Furcht vor Geldwertverschlechterungen aus den Erfahrungen zweier Inflationen innerhalb einer Generation in Deutschland wesentlich grösser ist als in anderen Ländern.[1] Damit stellt sich die westdeutsche Währungspolitik in Gegensatz zu der in Breton Woods geschaffenen Konzeption des Internationalen Währungsfonds, der als Gegengewicht zu den wohlstandsökonomischen Bestrebungen zu verstehen ist, die auf eine einseitige Bevorzugung des Binnenmarktes und der Vollbeschäftigung abstellen. Das Ziel von Breton Woods, die äusseren Währungspolitiken zu koordinieren, wurde erreicht, als Ende 1958 die wichtigsten Währungen zur Konvertibilität übergingen.

Wenn bisher mehr unter dem Gesichtspunkt der äusseren Währungspolitik die veränderten volkswirtschaftlichen Voraussetzungen für die Anwendung des notenbankpolitischen Instrumentariums beschrieben wurden, wird es jetzt notwendig sein, mit der Schilderung einer binnenwirtschaftlichen Entwicklung nachzuweisen, dass ebenfalls hier neue Grundlagen entstanden, durch die "alle währungspolitischen Erfolge mit viel grösserem Aufwand von Eingriffen erkämpft werden müssen als früher".[2] Es ist darauf hinzuweisen,dass die nachfolgenden Beobachtungen, die zwar die westdeutsche Situation zum Vorbild haben, sich nicht allein darauf beschränken, sondern sich genügend ausländische Parallelen, wenn auch etwas anders akzentuiert, ziehen lassen.[3][4]

---

1) P. Jacobsson, Monetary Stability and Life Insurance, in: Auszüge aus Presseartikeln, Deutsche Bundesbank,Nr. 3,v. 11.1.1961, S. 1. Für den Amerikaner ist der Dollar immer noch der Dollar, obwohl er nur die Hälfte der Kaufkraft in den dreissiger Jahren besitzt.

2) O. Veit, Die Verantwortung der Notenbank, in: Weltwirtschaftliches Archiv Nr. 68, 1952, Bd. I, S. 154.

3) vgl. dazu insbesondere O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, Frankfurt 1957, S. 29ff,45ff,78ff.

4) ebenfalls E. Salin, Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, a.a.O., S. 123ff.

(1) Durch eine zunehmende Veränderung der Zahlungsgewohnheiten zugunsten eines bargeldlosen Verkehrs,[1] der den Geschäftsbanken in höherem Masse als bisher Geldschöpfungsmöglichkeiten eröffnet,[2] wird die notenbankpolitische Steuerungsfunktion erheblich eingeschränkt.[3]

(2) Durch einen wachsenden Anteil der öffentlichen Hand an der volkswirtschaftlichen Vermögensbildung wird die Währungspolitik zwangsläufig zu einem integrierten Bestandteil der Wirtschaftspolitik insgesamt[4]; damit wird die Unabhängigkeit der Notenbank de facto aufgehoben und die Notenbank dem Bereich der parlamentarischen Zuständigkeit untergeordnet.[5][6]

(3) Durch die hohe Steuerbelastung der Wirtschaft, die in den Kostenrechnungen der einzelnen Unternehmen die Bedeutung des Zinses zugunsten der Steuern immer geringer werden

---

1) Schon Fisher weist auf diese Entwicklung hin (J.Fisher, Die Kaufkraft des Geldes, Berlin 1916, Tabellenanhang S. 249); Veit schränkt die Aussagekraft statistischer Verifikationen ein, weil "im Zuge der vertikalen Konzentration viele Güterumsätze, die heute innerhalb eines Unternehmens stattfinden, früher von Unternehmen zu Unternehmen gingen" (O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a.a.O., S. 14).

2) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie III, a.a.O., S. 50. vgl. dazu auch J.H. van Zwoll, Mindestreserven als Mittel der Geld- und Kreditpolitik, Berlin 1954, S. 47ff., Der Irrtum in der Schneiderschen Geldschöpfungsformel.

3) O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a.a.O., S. 13-17.

4) ebenda, S. 21ff. "Wird ein beträchtlicher Teil der Einkommen durch den Staat verteilt, so bedeutet dies ... eine potentielle Einengung des Wirkungsbereiches der Kreditpolitik (S. 33). Im gleichen Sinn E. Salin, Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, a.a.O., S. 12 ebenso G.N. Halm, Geld, Aussenhandel und Beschäftigung, München 1951, S. 100.

5) Ueber die damit verbundenen Gefahren unterrichtet eine demoskopische Untersuchung im dritten deutschen Bundestag: G. Schmölders, Die Politiker und die Währung, Frankfurt 19

6) F.A. Lutz, Geldpolitik und Wirtschaftsordnung, in: Ordo 1949, S. 209.

lässt,[1] ebenso durch die Selbstfinanzierung, die die Kreditempfindlichkeit namentlich bei Grossunternehmen schmälert,[2] wird eine direkte Steuerung seitens der Notenbank durch Zinsveränderungen fast ausgeschlossen; sie ist nur indirekt möglich, indem die Zentralbank durch einen erhöhten bzw. erniedrigten Zins auf die Ertragslage der Geschäftsbanken Einfluss zu nehmen sucht und damit via Kreditangebot und nicht wie bisher via Kreditnachfrage eine Kontrolle ausübt.[3]

In demselben Ausmass, in dem durch die geschilderten Faktoren die Wirksamkeit der Notenbankinstrumente abgeschwächt ist, wird der Zusammenhang zwischen Börsenkursen und Währungspolitik durchbrochen. Weil der Bundesbank vor allem die Beeinflussung des Geldmarktes zuzuordnen ist, wenngleich ein Reflex auf den Kapitalmarkt nicht ausgeschlossen werden darf, liegt die Besonderheit der westdeutschen Situation darin, dass der Geldmarkt bei der langfristigen Finanzierung Kapitalmarktfunktionen übernommen hat. Dies kann nur als Ausdruck einer gesamtwirtschaftlichen Verfassung gewertet werden, bei der eine wiederhergestellte Verbindung von Börsenkursen und Notenbankpolitik durch die ungewohnte Bedeutung des Geldmarktes vermutet werden darf, jedoch nur in dem Masse, in dem die beschriebenen Veränderungen es zulassen. Weit wichtiger ist aber die psychologische Wirkung der Notenbankpolitik, die sich nicht nur auf die unmittelbaren Kreise der durch Kreditbeziehungen miteinander verbundenen Banken und Unternehmen bezieht, sondern darüber hinaus auf den Kapitalmarkt und die Kursgestaltung an der Börse, so dass eine klare und entschlossene Notenbankpolitik hier unter Umständen "an Breite einholen kann, was (ihr) etwa an Tiefenwirkung abgeht."[4]

---

1) O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a. a.O., S. 33ff., Das verringerte Gewicht des Zinses in der Kostenrechnung des Kreditnehmers.
2) E. Salin, Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, a.a.O., S. 124.
3) O. Veit, Der Wandel der Zentralbankpolitik und seine Folgen für die Kreditwirtschaft, Einleitungsvortrag zur 10. Internationalen Banking Summer School, Garmisch 16.9.1957, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 97 v. 20.9.1957, S. 4f.
4) G. Schmölders, Geld und Kredit, Leipzig 1938, S. 109.

2. Verteuerung der Effektenkredite durch Diskontsatzveränderungen

Im Gegensatz zur Mindestreserven- und Offenmarktpolitik, die unmittelbar in die Liquiditätsverhältnisse der Wirtschaft eingreifen, ist das mittelbare Instrument[1] der Diskontpolitik in seiner gewünschten Auswirkung an bestimmte Voraussetzungen gebunden. Neben geldmarkttechnischen und institutionellen Faktoren[2], von denen eine Beeinflussung der Aktivsätze der Banken durch Diskontveränderungen abhängt, muss vor allem ein gewisser Grad von Illiquidität des Bankensystems vorhanden sein. Hier liegt zugleich die Forderung nach einer kompensatorischen Anwendung der Notenbankinstrumente. In Deutschland sind der Diskont und die Bankenzinssätze durch das "Bedingungsabkommen"[3] miteinander verbunden.[4] Die ursprüngliche Vereinbarung der Bedingungs- und Wettbewerbsfragen beruhte auf einer freien Regelung der Beteiligten, mit deren Einverständnis die Empfehlungen der Bankenaufsicht auf dem Wege einer freiwilligen Anerkennung verbindlich wurden. Diese Anordnungen tragen heute hoheitlichen Charakter und unterliegen darum nicht der Kartellgesetzgebung.[5] Nach § 2 Sollzinsabkommen sollen sich die Aktivsätze der Banken an den Diskont der Bundesbank anlehnen und sich mit ihm automatisch verändern. Allerdings haben die amtlichen Sollzinssätze heute nur mehr die Bedeutung von Höchstsätzen, so dass der Zinswettbewerb unter den Kreditinstituten lediglich nach oben begrenzt ist.

---

1) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie III, a.a.O., S. 93.
2) M. Rudin, Möglichkeiten und Grenzen der Diskontpolitik, in: Aussenwirtschaft, 15. Jg. 1960/IV, S. 339.
3) vgl. W. Hoffmann, Handbuch für das Gesamte Kreditwesen, 6. Aufl., Frankfurt 1960, S. 438.
4) O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a.a.O., S. 132f.
5) Das Abkommen basiert auf folgenden Verträgen:
(1) Mantelvertrag zwischen den Spitzenverbänden, Wirtschaftsgruppen und Fachgruppen der Kreditinstitute v. 22.12.1936 (Reichsanzeiger Nr. 299/36).
(2) Habenzinsabkommen (Abkommen über die Festsetzung von Höchstzinsen für hereingenommene Gelder) v. 22.12.1936 (Reichsanzeiger Nr. 299/36).
(3) Sollzinsabkommen (Abkommen über die Berechnung der Zins- und Provisionssätze bei der Weitergabe von Geldern an Dritte) v. 22.12.1936 (Reichsanzeiger Nr. 299/36 in der Aenderung der Fassung vom 23.4.1940, Reichsanzeiger Nr. 96/40).

Durch die starre Spanne zwischen Diskont- und Sollzinsen ist die Wirkung der Diskontpolitik auf die Kreditkostengestaltung erheblich abgeschwächt, weil sich die Sätze bei einer erwünschten Verteuerung wie Verbilligung unterproportional entwickeln.[1)2)] Die Unempfindlichkeit des Effektenkreditnehmers gegenüber Diskontveränderungen wächst in dem Ausmass der beschriebenen Disproportionalität. Aus diesem Grunde lässt sich zahlenmässig kein Nachweis erbringen, wie gross der Einfluss einer Diskontsatzveränderung auf die Entwicklung der Aktienkurse ist, zumal ebenfalls nicht bekannt wird, in welchem Ausmass kreditäre Aktienkäufe getätigt werden. Es ist höchstens möglich auf Grund der Emissionsstatistik und des Ausweises der Lombardkredite eine zunehmende bzw. abnehmende Tendenz abzuschätzen.[3)]

Die Gleichgültigkeit des Aktienkäufers auf Kredit gegenüber Diskontveränderungen hat noch eine andere Ursache: Unter normalen Voraussetzungen bewirkt ein steigender Diskont einen sich gleichermassen erhöhenden Kapitalzins; denn höhere Zinsen für kurzfristige Kredite heben die Kapitalmarktsätze an, weil im entgegengesetzten Fall für eine langfristige Anlage kein Anreiz gegeben ist. Darum müssen die Aktienkurse - bei unverändertem Dividendensatz - sinken, weil sich sonst die Effektivverzinsung der Dividendenpapiere im Verhältnis zur Rendite anderer Kapitalanlagen verschlechtert. Dieser Zusammenhang basiert auf dem Renditengedanken, der das Anlageinteresse des Aktienkäufers leitet. Zu Beginn des Berichtszeitraumes war weniger die Dividende Bewertungsgrundlage, sondern mehr das potentielle Wachstum einer Gesellschaft im Rahmen ihrer Branchenzugehörigkeit. Dahinter standen die Veränderungen, die sich aus dem neuartigen Zusam-

1) H. Martell/R. Pohl, Die deutsche Zinsstruktur vor und nach dem zweiten Weltkriege, a.a.O., S. 59.

2) O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a.a.O., S. 140.

3) H. Wanner, Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, a.a.O., S. 112.

menspiel von Kapitalmarktzins und Realzins (effektiver Zinsfuss[1] , Realertrag des eingesetzten Kapitals, innerbetrieblicher Zins[2] etc.) ergaben. Kennzeichnend für die Neubewertungs- und Konsolidierungsphase war ein depressiver Ausgangspunkt, ein nachfolgender steiler Konjunkturanstieg bei einem niedrigen Lebensstandard.[3] Da die Sparquote der kontraktbestimmten Einkommen sehr klein war,[4] wurden die Investitionen zu einem erheblichen Teil aus den Unternehmensgewinnen finanziert.[5] Der Kapitalmarkt war in dieser Periode für die Aktiengesellschaften ohne Bedeutung und brauchte durch eine entsprechende Dividendenpflege nicht gestützt zu werden.[6] Die Konsequenz war ein hoher Realzins, der - bei laufenden Preissteigerungen - das anwachsende Anlagevermögen (Substanzwert) der Aktiengesellschaften zur börsenmässigen Bewertungsgrundlage machte. Daraus ergab sich die paradoxe Situation sinkender Aktienrenditen bei steil steigendem Realzins.[7] Veränderungen des Diskontsatzes blieben deswegen ohne Wirkung auf den kreditären Aktienkauf, insbesondere auf einen kreditären Beteiligungskauf, weil der hohe Realzins Wertsprünge brachte, die zwangsläufig zu Kurssteigerungen an der Börse führen mussten und ein Mehrfaches der Kreditkosten garantierten. Umgekehrt ist es theoretisch einleuchtend, dass in einer Zeit langsamer verlaufenden Konjunkturanstiegs bei gleichzeitiger Zunahme der Sparquote auf seiten der kontraktbestimmten Einkommen die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten abnehmen und der Realzins sinken muss. Dadurch werden die Aktiengesellschaften gezwungen, den Kapitalmarkt durch eine

---

1) E. Schneider, Wirtschaftlichkeitsrechnung, 3. durchgesehene Aufl., Tübingen-Zürich 1961, S. 139.

2) A. Wissler, Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht, a.a.O., S. 34.

3) ebenda, S. 34; vgl. ebenfalls S. 81f.

4) vgl. dazu Tabelle II, S. 105.

5) vgl. dazu Tabelle 12, S. 108.

6) A. Wissler, Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht, a.a.O., S. 35.

7) ebenda.

entsprechende Dividendenpolitik zu pflegen. Der sinkende Realzins führt zu einem anziehenden Kapitalmarktzins. Die verschlechterten Ertragserwartungen senken die Aktienkurse und bewirken bei dazu noch angehobenen Ausschüttungen steigende Aktienrenditen. In dieser Situation werden die Zusammenhänge zwischen Diskont und kreditärem Aktienkauf durch eine vorwiegend an dem Ertrag einer Aktie orientierten börsenmässigen Bewertung aufgehoben, aber nicht in dem Masse, wie durch den Substanzwert zu Beginn des Aufschwunges.

Die Richtigkeit dieser Gedankengänge ist empirisch nur ihrer Tendenz nach zu belegen, weil sie in der Praxis durch die psychologischen Auswirkungen der Diskontveränderungen (Signalwirkungen[1]) überdeckt werden. Danach werden die kausalen Wirkungen des Diskonts durch die "katalytischen"[2] verdrängt[3], die die Anlageentscheide des Aktienkäufers unter Berücksichtigung einer künftigen wirtschaftlichen Entwicklung im pessimistischen bzw. optimistischen Sinn beeinflussen.

3. Liquiditätsentzug durch Mindestreservenoperationen

Das Mindestreservensystem[4] - nach dem zweiten Weltkrieg aus den Vereinigten Staaten übernommen - hatte zunächst den Zweck, den Geldeinlegern die Zahlungsfähigkeit ihrer Banken zu garantieren.[5] Die Währungsreform brachte der

1) G. Schmölders, Geld und Kredit, a.a.O., S. 109. M. Palyi spricht von einem "Warnungssignal"; vgl. M. Palyi, Notenbanken und Kreditbanken (Sonderdruck aus: Kapital und Kapitalismus), Berlin o.J., S. 391.
2) A. Forstmann, Geld und Kredit, Göttingen 1952, S. 658.
3) ebenfalls R. Nöll von der Nahmer, Der volkswirtschaftliche Kreditfonds, Berlin 1934, S. 197f.
4) Das Mindestreservensystem wurde durch die Peel'sche Bankakte (1844) in England eingeführt (W. Andrea, Geld- und Geldschöpfung, Stuttgart/Wien 1953, S. 225), jedoch durch die Methode des window-dressing bald diskriminiert, weil die englischen Banken, deren Ausweise nicht auf einen gemeinsamen Stichtag fielen, sich mit Reserven gegenseitig aushelfen konnten; dadurch wurden die ausgewiesenen Reserven in hohem Grade fiktiv (J.M.Keynes, Vom Gelde, (A Treatise on Money), deutsch von Carl Krämer, Berlin 1955, S. 508/9).
5) Der Sicherheitsgedanke wird besonders betont bei Burgess/W. Randolph, Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten von Amerika, Jena 1928, S. 43.

westdeutschen Zentralbank das Mindestreservensystem in der ausgereifteren Form als Instrument der Notenbankpolitik, um durch Veränderungen der Pflichtreservesätze unmittelbar über den Bankenapparat die Liquidität der gesamten Wirtschaft durch Steuerung des Kreditvolumens auszuweiten oder einzuengen. Eine Erhöhung der Sätze führt immer zu einer grösseren Barreservebindung und engt damit das Kreditpotential der Geschäftsbanken ein. Diese direkten Eingriffe in den Geldmarkt wirken indirekt auf den Wertpapiermarkt zurück.

Banken, die selbst stark im Wertpapiergeschäft engagiert sind und dadurch ihre Liquiditätslage angespannt haben, können sich nach einer Erhöhung der Mindestreserven gezwungen sehen, Wertpapiere aus dem eigenen Portefeuille abzustossen, um ihre zusätzlichen Verpflichtungen gegenüber der Zentralbank erfüllen zu können. In der Regel ist zu beobachten, dass gerade diese Banken auch ihren Kunden in grösserem Ausmass Effektenkredite eingeräumt haben als andere Kreditinstitute. Aus diesem Grunde werden sie versuchen, die infolge des Angebotsdruckes aus der Mindestreservenerhöhung einsetzenden Kursverluste durch eine Erhöhung der Einschnittpflicht für Effektenkredite auf ihre Kunden abzuwälzen. Jedoch werden die dabei entstehenden Kursverluste gerade verhindern, dass die Wertpapierverkäufe ein grösseres Ausmass annehmen, denn im Gegensatz zu den Verhältnissen in den Vereinigten Staaten gibt es in Deutschland keine berufsmässige Börsenspekulation, so dass ein Kreditentzug sich voll auf die Börsenkurse auswirken würde. Um die Kursentwicklung zu mässigen, muss sich darum die Notenbank in Deutschland der Moral-Suasion-Methode bedienen,[1)] um die Banken zu einem gleichermassen disziplinierten Verhalten gegenüber der Bevorschussung von Effektenkäufen zu veranlassen, weil das nicht nur für die Kunden, sondern auch für

1) vgl. dazu Fussnote 1, S. 30.

die Banken selbst riskant ist.[1)2)] Die Kreditgewährung für Aktienkäufe war nach einer Anordnung vom 21.9.1941 untersagt, wurde aber durch eine Stellungnahme des Zentralbankrates[3)] wieder aufgehoben, weil sie einmal mit dem marktwirtschaftlichen Prinzip unvereinbar und zudem häufig zwecks Ausübung von Bezugsrechten notwendig ist.

4. Kursbeeinflussung durch Offenmarktoperationen

Im Gegensatz zur Mindestreservenpolitik, die längerfristig zur Korrektur struktureller Liquiditätsveränderungen innerhalb des Bankensystems[4)] angewandt wird, dient die Offenmarktpolitik der kurzfristigen Liquiditätsbeeinflussung der Kreditbanken.[5)] Kennzeichnend für die Offenmarktpolitik der Deutschen Bundesbank ist, dass ihr keine kurstragenden Wertpapiere zur Verfügung stehen, sondern sie sich ausschliesslich auf den An- und Verkauf von Geldmarktpapieren[6)] zu beschränken hat, an dem sich nur die Kreditinstitute, nicht aber das Publikum[7)] beteiligen können. Die restriktiven Wirkungen der Offenmarktpolitik werden darüberhinaus durch eine unbeschränkte Rediskontzusage seitens der Deutschen Bundesbank aufgehoben. Das Zusammenwirken dieser

1) K. Bellinger, Die Kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, a.a.O., S. 52.

2) W. Braun, Das Liquiditätsproblem der Grossbanken, Stuttgart 1934, S. 157f., Kürzung der Börsengelder.

3) Rheinisch-Westfälische Bank, Börsenbericht v. 15.10.1955.

4) K. Bernard, Währungspolitik und Kapitalmarkt, in: Rheinischer Merkur v. 15.7.1955, zit. nach E. Brehmer, Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948, Tübingen 1956, S. 113.

5) Geschäftsbericht der BDL 1954, S. 23. vgl. dazu ebenfalls E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie III, a.a.O., S. 73.

6) E. Brehmer, Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948, a.a.O., S. 114 und 120. Zu den Geldmarktpapieren gehören Schatzwechsel mit einer Laufzeit von 2 bis 6 Monaten, unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 6 - 24 Monaten verschiedener öffentlicher Aussteller, Solawechsel der Einfuhr- und Vorratsstellen (ab 1952) und Teile der Ausgleichsforderungen der BDL (ab 1955).

7) In den Vereinigten Staaten, Schweden und England werden Offenmarktpapiere unter Zutritt des Publikums an der Börse gehandelt.

beiden Faktoren - und das war für die Hausse der Spekulationsphase von ausschlaggebender Bedeutung - machte eine Abschöpfung von Barreserve, die in Höhe der Nettodevisenankäufe aus den Exporterlösen bei den Geschäftsbanken anfiel, durch Offen-Markt-Operationen unmöglich.[1)]

Aus der bisherigen Schilderung ist als Ergebnis folgendes festzuhalten: Die Offen-Markt-Politik der Deutschen Bundesbank ist ausschliesslich geldmarktorientiert, kann jedoch nicht aktiv in die Geldmarktverhältnisse eingreifen[2)] und ist darum im Gegensatz zur (Mindest-) Pflichtreservenpolitik eine Fakultativreservenpolitik mit Zinsvorteil; darum erfordert eine erfolgreiche Offen-Markt-Politik absolute Linientreue der Kreditbanken zur Bundesbankpolitik.[3)] Die Offen-Markt-Politik am Geldmarkt wirkt, da sie ausschliesslich auf diesen beschränkt bleibt, ähnlich wie die Mindestreservenveränderungen mittelbar auf den Wertpapiermarkt und die Börse zurück. Wenn die Zentralbank Geldmarkttitel kauft, so werden auf diese Weise nicht nur den Kreditbanken flüssige Mittel zugeführt und deren Liquidität gebessert, sondern es werden auch die Kurse der Wertpapiermärkte beeinflusst; es kann auf diese Weise eine steigende Tendenz an der Börse ausgelöst werden, indem sich ausgehend ausgehend von den Wertpapieren, die in Durckführung der Offenmarkt-Politik gekauft werden, eine allgemeine Kursbesserung an der Börse durchsetzt.[4)]

---

1) Durch den Ankauf von überschüssigen Exporterlösen seitens der Zentralbank steigen auf der Passiv-Seite der Geschäftsbankenbilanzen die Sichteinlagen der Exporteure, auf der Aktiv-Seite die Barreserven. Durch Offen-Markt-Käufe seitens der Kreditbanken findet lediglich ein Aktiv-Tausch von primärliquider in sekundär-liquide Anlage statt, dessen Kreditseinschränkungseffekt durch die Rediskontzusage nur formal besteht.

2) vgl. dazu E. Brehmer, Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948,a.a.O.,S.117f.

3) Das beste Beispiel dafür ist die sog. "Blessing-Milliarde"; auf Grund eines Gentlemen's-Agreements mit der Bundesbank wurden von den Kreditinstituten ab August 1960 mittelfristige Mobilisierungstitel im Betrag von 1 Milliarde DM übernommen. vgl. dazu auch Stuttgarter Zeitung Nr. 187 v.13.8. 1960, Blessing warnt vor "fiebriger" Entwicklung, "Die Börse fängt an ein Roulette zu werden".

4) H. Gestrich, Kredit und Sparen, a.a.O., S. 76.

Eine Offen-Markt-Politik an der Börse durch direkte Interventionen der Bundesbank mit dem Ziel, eine Kontraktion der Geldmenge im Nichtbankensektor zu erreichen, gibt es nicht; der Kurs, zu dem die Notenbank in diesem Falle Wertpapiere ankaufen bzw. verkaufen würde, ist für sie Erwartungsparameter, die Menge der gehandelten Papiere dagegen Aktionsparameter, der wiederum durch die gewünschte Wirkung und die zu handelnde Menge an Wertpapieren fixiert wird.[1] Der Mechanismus dieser Offen-Markt-Politik, die u.U. zu einem effektiven kreditpolitischen Instrument werden kann als die Offen-Markt-Politik am Geldmarkt, funktioniert nur dann, wenn erhebliche Mittel zum Ausgleich der eintretenden Kursverluste bereitgestellt werden. Das Prinzip ist dasselbe wie bei der Kurspflege von Wertpapieren.[2]

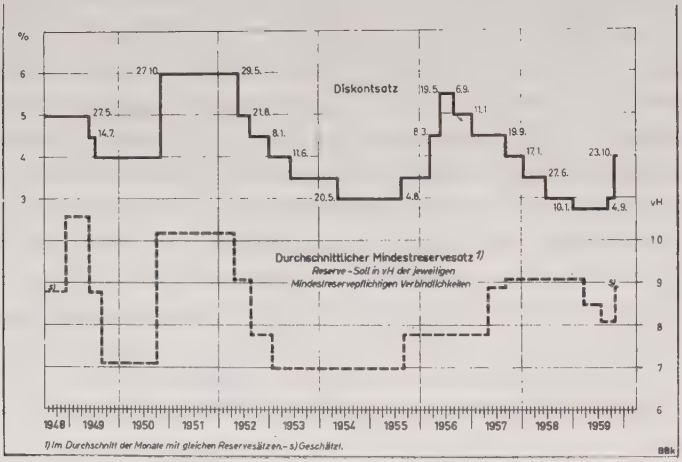
5. Phasen der Notenbankpolitik

Die dargestellten "Zusammenhänge" zwischen Notenbankpolitik und Entwicklung der Börsenkurse lassen sich für den Berichtszeitraum empirisch nachweisen, allerdings nur stark schematisierend, also ohne im einzelnen den Zusammenhang des Diskontsatzes oder der Mindestreservensätze und dem daraus möglicherweise resultierenden Reflex auf die Börsenkurse zu suchen. Aus dem Bild der Graphik 11 über die Entwicklung des Diskontsatzes und der Mindestreservenanforderungen lassen sich deutlich drei Phasen geänderter Notenbankpolitik feststellen. Es sind genau genommen sechs Phasen, nämlich in abwechselnder Reihenfolge drei Perioden restriktiver Notenbankpolitik und drei expansiver; da sie sich jedoch gegenseitig bedingen, ist eine Beschränkung auf drei Phasen angezeigt, von denen jeweils die restriktive Seite zu Baisse-Tendenzen, die expansive zu Hausse-Tendenzen hätte führen müssen.

1) E. Brehmer, Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948, a.a.O., S. 117.

2) vgl. dazu H.J. Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, a.a.O.

Graphik 11: Diskontsatz und Mindestreservenanforderungen von 1948 - 1959



Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 1959/11, S. 27.

Es ist aber nicht immer so gewesen. Für den Berichtszeitraum lässt sich folgender Ueberblick gewinnen:

1. Phase restriktiv: November 1948 bis Frühjahr 1949
   expansiv: 1949 bis Herbst 1950 (Neubewertungsphase) 1)
2. Phase restriktiv: 1950 bis Mitte 1952
   expansiv: 1952 bis Herbst 1955 (Konsolidierungsphase) 2)
3. Phase restriktiv: Herbst 1955 bis Mitte 1956
   3) Herbst 1956 bis August 1959 (Spekulationsphase) 4)

1) vgl. Graphik 1, Seite 16.

2) vgl. Graphik 2, Seite 20.

3) Expansiv trifft hier nicht zu; darauf und auf die Gründe, die in dieser Phase zu einer gegenläufigen Anwendung der Mindestreserven- und Diskontpolitik führten, wird an anderer Stelle eingegangen (S. 151).

4) vgl. Graphik 4, Seite 26.

Zu 1: Gegen Ende 1948 einsetzende Preissteigerungen, deren wichtigste Ursache es war, dass die Bevölkerung das durch die Währungsreform neugeschaffene Geld vorwiegend konsumtiv verwandte, führte zu dem Notenbankentschluss, durch drastisches Heraufsetzen der Mindestreservenanforderungen der Expansion des Geldvolumens entgegenzutreten.[1] Der Diskont blieb unverändert, weil eine Erhöhung angesichts der Preishausse die Kreditaufnahme durch steigende Kreditkosten nicht abgeschreckt hätte.[2] In dieser Phase der Notenbankpolitik wurden die ohnehin niedrigen Aktienkurse durch die Restriktion kaum betroffen. Sie gingen dann zwar Hand in Hand mit den durch das Arbeitsbeschaffungsprogramm und die weitgehende Liberalisierung der Einfuhr[3] notwendig gewordenen Krediterleichterungen nach oben, aber diese Hausse kann nicht ursächlich mit dem Wandel der Notenbankpolitik verbunden gewesen sein, denn

zu 2: die Aktienkurse stiegen bis zum Frühjahr 1952 weiter trotz der Restriktionen in der zweiten Phase der Notenbankpolitik, durch Heraufsetzen des Diskonts von 4 auf 6 % und der Erhöhung der Mindestreserven von 7 auf 10 %. Das Verhältnis zwischen Notenbankpolitik und Börsenkurs schien völlig verdreht zu sein, als zugleich mit dem Uebergang zur expansiven Notenbankpolitik im Frühjahr 1952 die Kurse an der Börse abbröckelten. Dieser Rückgang der Aktienkurse kann nicht ohne weiteres als der Börsenreflex einer pessimistischen Konjunkturbeurteilung verstanden werden. Er beruhte vielmehr darauf, dass das Vertrauen in die Deutsche Mark durch eine erfolgreiche Notenbankpolitik, die durch das "Zusammentreffen einer Vielzahl von einmaligen geschichtlichen Voraussetzungen"[4] möglich war, eine kräftige Stärkung

1) O. Veit, Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, a.a.O., S. 105.

2) Geschäftsbericht der BDL für die Jahre 1948 und 1949, S. 6.

3) Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1950, S. 2f.

4) E. Salin, Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, a.a.O., S. 127.

erfuhr.[1] Das Sachwertdenken trat ab 1952 zeitweilig in den Hintergrund und machte Rentabilitätserwägungen Platz. Die Rendite war aber 1952 zu gering, um die hohen Kurse zu rechtfertigen und führte zu den unter dem Blickwinkel der Kreditpolitik an sich paradoxen Kursrückgängen. Eine Erholung an der Börse trat erst ein, nachdem der Diskont nach vier vorangegangenen Senkungen 1953 auf 3½ % und die Sätze für Mindestreserven auf 7 % ermässigt waren (Konsolidierungsphase).

Zu 3: Trotz der Hinweise der Bank Deutscher Länder auf Kursübertreibungen im Januar und Mai 1955[2] stiegen die Kurse stetig weiter und auch der Umschwung in der Notenbankpolitik wirkte sich an den Aktienmärkten zunächst kaum aus. Erst im Oktober und November kam es zu Rückschlägen, die ebenfalls ursächlich nicht mit der Notenbankpolitik in Verbindung gebracht werden können, sondern auf den Einfluss von Kurseinbrüchen an den internationalen Börsenplätzen zurückzuführen sind.[3] Ab 1956 unternimmt die Bundesbank den Versuch, die "importierte Inflation" mit einer Politik der "kompensierenden Deflation"[5] abzuwehren. Der Diskont wurde bis auf 5 ½ % heraufgesetzt und zog durch das grosse Zinsgefälle Auslandsgelder ins Inland. Durch die kompensierende Inlandsdeflation wurde der sogenannten Ricardo-Inflation entgegengewirkt, deren Funktion es ist, durch Kosten- und Preisanhebung im Inland die Exportüberschüsse zu schmälern. Das Resultat war eine zunehmende Aktivität der Zahlungsbilanz. Beides führte zu einer Intensivierung der Liquidität, die durch die notenbankpolitischen Massnahmen verursacht auf monetärem Wege aus Furcht vor binnenwirtschaftlich-inflatorischen Gefahren absorbiert werden sollte. Daraus erklärt

1) Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1952, S. 51.

2) Geschäftsbericht der BDL für das Jahr 1955, S. 65.

3) ebenda, S. 64.

4) L.H. Hahn, Zahlungsbilanz und Kapitalexport, als Manuskript veröffentlichte erweiterte Fassung eines Vortrages vor dem Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung vom 15.6.1959, S. 2.

sich die Paradoxie der substitutiven Notenbankpolitik in den Jahren 1957 und 1958: Die verschiedenen Senkungen des Diskontsatzes bedeuteten eine zahlungsbilanzkonforme Notenbankpolitik um die Aktivsalden der Kapitalbilanz zu verringern, während durch eine verstärkte Anwendung der Offenmarkt-[1] und der Mindestreservenpolitik die binnenwirtschaftliche Ueberliquidität abgeschöpft werden sollte. Diese Massnahmen blieben auf die Entwicklung der Aktienkurse ohne Bedeutung oder wurden durch andere Faktoren[2] überkompensiert; jedenfalls zeigt sich ab 1957 die bekannte stetige Aufwärtsentwicklung bis in das Jahr 1960 hinein.

---

1) Der Gesamtumlauf an Mobilisierungstiteln stieg 1958 auf nahezu DM 7,2 Mrd. gegenüber DM 4,2 Mrd. am 31.12.1957 und DM 1,4 Mrd. am 31.12.1956. Geschäftsbericht derDBI für das Jahr 1958.

2) vgl. dazu S. 26.

3. Kapitel: Unternehmensgebundene Analyse der Aktienkurse

I. Der rechtliche Anteilscharakter der Aktie

Die Inhaberschaft einer Aktie ist die Grundlage und Bestandsgarantie für die aus ihr resultierenden Mitgliedschaftsrechte; ihnen liegt die begriffliche Fassung der Aktie als Teilbetrag des Grundkapitals, als Verkörperung von Aktionärsrechten und -pflichten und als Urkunde über verbriefte Mitgliedschaftsrechte zugrunde.

Der objektive Rechtsgehalt einer Aktie ist im Aktiengesetz festgelegt; er kann nach dem jeweiligen Aktientyp (Inhaber-Namensaktien; Stamm-Vorzugsaktien) nur in dem Masse variieren, wie im Rahmen des Aktiengesetzes Satzungsänderungen (§§ 2, 16ff, 92, 145ff. AktG) eine unterschiedliche Rechtsausgestaltung ermöglichen. Diese beziehen sich vornehmlich auf formalrechtliche Ausstattungen,[1)2)], die eine voneinander abweichende Uebertragung der Aktie und Geltendmachung des in ihr verbrieften Rechtes erlauben. Satzungsänderungen sind aber auf der anderen Seite an bestimmte Grundsätze gebunden, die sich für Entstehung, Ausübung und Uebertragung von Wertpapierrechten herausgebildet haben.[3)] Es lässt sich kein eindeutiger Beweis führen, dass Aktien, die durch Satzungsbeschluss eine voneinander abweichende juristische Ausgestaltung erfahren haben, regelmässig eine Unterschied-

1) Obst-Hintner, Geld-Bank-und Börsenwesen, a.a.O., S. 565.

2) Zwar können Aktien ohne Stimmrecht (Vorzugsaktien) ausgegeben werden, aber Mehrstimmrechtsaktien sind unzulässig (§ 12 AktG). Vgl. dazu ebenfalls 3. DVO zum Aktiengesetz vom 21.12.1938 (RGBl I 1839) §§ 5 und 8.

3) Baumbach/Hefermehl, Kommentar zum Wechselgesetz und Scheckgesetz, 5. neubearbeitete Auflage, München-Berlin 1957, S. 2ff.

liche Kursentwicklung an der Börse zeigen.[1)2)]

Ein Einfluss grosseren Ausmasses auf die Entwicklung der Börsenkurse wurde besonders in der Spekulationsphase spürbar durch das Auseinanderfallen von Rechtsschein und Wirklichkeit im Aktienrecht,[3)] nachdem diese Situation auch dem breiten Börsenpublikum bewusst gemacht wurde, einmal durch die Diskussion der grossen Aktienrechtsreform um die Frage der Abgrenzung von Minderheitenschutz und Mehrheitsmacht und nicht zuletzt durch die Vorgänge bei problematischen Umwandlungen.[4)] Die angedeuteten Zusammenhänge müssen klar werden:

Das Leitbild der anfänglichen aktienrechtlichen Gesetzgebung[5)] war eine sich selbst verwaltende, juristische Person,

1) H. Wanner (Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, a.a.O., S. 69) kommt zwar zu einem positiven theoretischen Ergebnis, das aber deswegen praktisch bedeutungslos bleibt, weil bei ihm "alle übrigen preisbildenden Faktoren die Gestalt der theoretisch festgestellten Funktionen annehmen" müssen.

2) Ueberzeugend ist die vorsichtige Formulierung in der FAZ v. 6.4.1953 Nr. 85 in: Kursschwankungen und Aktientyp; es seien bei Namensaktien die Abweichungen vom Trend bei weitem nicht so gross wie in der Regel bei Inhaberaktien.

3) C.E. Fischer, Rechtsschein und Wirklichkeit im Aktienrecht, in: Archiv für civilistische Praxis, Bd. 154 (1955), S.85ff.

4) Vgl. S. 204, Fussnote 2.

5) Der Blick ist auf die Kodifikation des Aktienrechts von 1897 gerichtet, die vom Leitgedanken der Kapitaldemokratie[a)] beherrscht wurde. Ausgehend von dem vorauseilenden - der politischen Entwicklung Frankreichs entsprechenden - code de commerce (1807), der als erster die société anonyme "als ein geordnetes, von der Gesetzgebung festumrissenes Rechtsinstitut und neben den anderen Gesellschaftsformen des Handelsrechtes als privatrechtliche Korporation anerkannt"[b)] hat, wurde die "aktienrechtliche Demokratie"[c)] unter dem Einfluss liberal-demokratischer Strömungen des beginnenden 19. Jahrhunderts in die Aktienrechte Europas aufgenommen.[d)]

a) H. Planitz, Die Stimmrechtsaktien, Leipzig 1922, S. 5; er spricht von der Verwirklichung der Idee der Gleichheit im Sinne der politischen Idee.
b) W. Schmalz, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Berlin 1950, S. 9 und ff.
c) J.v.Gierke, Handels- und Schiffahrtsrecht, Berlin 1958, S. 250; ebenfalls W. Hug, Zur Revision des schweizerischen Aktienrechtes, in: Veröffentlichungen der Handelshochschule St. Gallen, Reihe A, Heft 7, 1933, S. 3.
d) Ueber die besondere Rechtslage in Deutschland und ihre Entwicklung berichtet R. Passow, Die Aktiengesellschaft, 2. erweiterte Auflage, Jena 1922, S. 63ff.

deren innere Organisation der Willensbildung auf der Grundlage des Beteiligungsverhältnisses am Grundkapital verwirklicht wurde. Zwar führte die Bindung der Stimm-, Wahl- und Kontrollrechte an die Höhe des Kapitalanteiles unter dem Blickwinkel der Aktionärsperson zu einer Art "Klassenwahlrecht, das dem finanziell stärker Beteiligten den Vorzug"[1] gab, gewährleistete aber zugleich die Lenkung einer Gesellschaft nach einem absoluten Mehrheitsprinzip im Sinne der klassischen Demokratie, weil die meisten Aktiengesellschaften als Familiengesellschaften oder Gesellschaften mit einem begrenzten Inhaberkreis geführt wurden,[2] denn: Die Funktionsfähigkeit dieses Systems ist "an die Ueberschaubarkeit der Aktionärszahl und an die entsprechende wirkliche Kraft des Stimmrechtes der Aktionäre"[3] gebunden.

Die fortschreitende Technisierung der Wirtschaft stellte in bezug auf Produktion und Kapitalbeschaffung neue Anforderungen, die zu einem Wandel im Wesen der Aktiengesellschaft führte und damit zu einer Fortentwicklung von dem ursprünglich wirklichkeitsnahen, juristischen Begriff der Aktiengesellschaft, der eine ehemals richtige, aber nunmehr vergangene Grundlage für die aktienrechtlichen Regelungen bildete. Diese erstmalige Inkongruenz zwischen wirtschaftspraktischer und rechtlich-verankerter Aktiengesellschaft führte zu den bekannten Missständen[4] auf dem Gebiete des Aktienwesens, zumal durch die Zulassung

---

1) W. Schmalz, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 11; ebenfalls R. Passow, Der Strukturwandel der Aktiengesellschaft, Jena 1930, S. 2.

2) H. Filburger, Die Schranken der Mehrheitsherrschaft im Aktienrecht, Berlin 1942, S. 17.

3) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 34.

4) Treffend dargestellt bei H. Gottschalk, Die Lehren aus den Aktienskandalen der Nachkriegszeit, Frankfurt 1934.

von Mehrstimmrechts- und Verwaltungsaktien die demokratische Willensbildung auf der Grundlage der Kapitalbeteiligung ohnehin pervertiert wurde. Eine verstärkte Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien in den zwanziger Jahren war ein nur äusseres Zeichen der inneren Veränderungen bei objektivierten Grossunternehmungen[1] in der Rechtsform Aktiengesellschaft. Zwangsläufig musste sich zwischen Eigentum und Risiko die Verfügungsmacht des Managements schieben; das war ein Vorgang, der absolut nichts Erschreckendes oder Erstaunliches in sich barg, sondern als durchaus natürlich zu verstehen gewesen wäre, wenn der Begriff von der "Faschisierung im Aktienwesen"[2], der erst sehr viel später von dem Schlagwort "Regime der Manager"[3] abgelöst wurde, rechtzeitig weitere Verbreitung und Beachtung gefunden hätte. Die Entwicklung fand ihren rechtlichen Niederschlag in den Lehren vom institutionellen Wesen der Aktiengesellschaft und vom "Unternehmen an sich".[4][5] Die Auffas-

1) K. Geiler, Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechtes, in der Reihe Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen, Heft 6, 1927, S. 3ff; ebenfalls schon W.v.Rathenau, Vom Aktienwesen, Berlin 1917, S. 12

2) E. Salin, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 175, München/Leipzig 1929, S. 113ff. (116); vgl. ebenfalls derselbe, Gestaltwandel des europäischen Unternehmers, in: Offener Horizont. Festschrift für Karl Jaspers, München 1953.

3) J. Burnham, The Managerial Revolution, New York 1941, deutsch: Das Regime der Manager, Stuttgart 1949.

4) F. Haussmann, Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, Mannheim-Berlin 1928, S. 27; ebenso O. Netter, Zur aktienrechtlichen Theorie des Unternehmens an sich", in: Festschrift für Pinner 1932, S. 507.

5) J.M. Keynes, Ende des laissez faire - laissez aller, Berlin 1926, S. 32ff.; auch er vertritt die Ansicht, dass die grossen Industrieunternehmen eine Tendenz zur Institutionalisierung hätten und die nur noch rechtsformalen Ansprüche der Eigentümer-Aktionäre unter gesamtwirtschaftliche Verpflichtungen stellen müssten.

sung hat der Gesetzgeber im Aktiengesetz von 1937 zwangsläufig berücksichtigen müssen, indem er die Kapitaldemokratie zugunsten einer gestärkten Verwaltung (Führerprinzip[1]) einschränkte.[2]

Als erstes Ergebnis für den rechtlichen Anteilscharakter einer Aktie als Kursbestimmungsfaktor ist somit folgendes festzuhalten: Zusammen mit dem Wachsen der grossen Publikumsgesellschaften sind diese inzwischen soweit objektiviert, "dass jede Vergrösserung der Aktionärszahl eine ebenso grosse Verminderung der Aktionärsmacht bedeutet".[3][4]

Wandlungen in der Besitz- und Vertragsstruktur der deutschen Volkswirtschaft nach dem zweiten Weltkriege in Richtung auf eine konzernmässige Verschachtelung im Rahmen einer zunehmenden Unternehmenskonzentration haben Aktienrecht und Wirklichkeit wiederum auseinanderfallen lassen. Dadurch wurde die Rechtsform der Aktiengesellschaft für zahlreiche Unternehmen zu einer nur äusseren Organisations-

---

1) Es wird häufig als Ausdruck der politischen Situation in Deutschland gewertet; so bei E.M. Hofmann, Wandlungen und Tendenzen in der Machtstellung und Zusammensetzung der Verwaltung privater Aktiengesellschaften, in: Veröffentlichungen der Handelshochschule St. Gallen, Reihe A, Heft 39, 1954, S. 82.

2) Es ist einleuchtender, den Gedanken Mestmäckers zu folgen, nach denen sich das deutsche Aktiengesetz von 1937 mehr an amerikanischen Vorbildern als an nationalsozialistischen Grundsätzen orientiert hat und damit eine juristisch notwendige Konsequenz für einen geänderten wirtschaftlichen Tatbestand vollzog (E.J. Mestmäcker, Verwaltung, Konzern-gewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, S. 41).

3) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 35.

4) Vgl. S. 86/7

form erniedrigt. Dieser Strukturfaktor ist für die Kursbildung am Aktienmarkt von erheblicherer Bedeutung gewesen als der bereits beschriebene. Damit wird zum vierten Kapitel übergeleitet, in dem im einzelnen zu prüfen ist, welche Konzentrationsträger (Besitzkonzentration, Konzentration der Verfügungsmacht oder Weisungsmacht, Konzentration der Information) willentlich auf die Kurse Einfluss genommen haben und (5. Kapitel) welche legalen und auch anderen Mittel ihnen zur Verfügung standen und welche Ziele verfolgt wurden. Das endgültige Anliegen dieser Arbeit wird aus der Fragestellung noch einmal deutlich: Inwieweit sind manipulierte Unterkurse, die interessenbedingte und informationsbedingte Aktienwanderungen[1] auslösen, der Ausdruck eines aktienrechtlichen Tatbestandes, dessen wirtschaftliche Konsequenz eine starke Aktienbesitzkonzentration gewesen ist?

II. Der wirtschaftliche Anteilcharakter der Aktie

Die Aufnahme dieses Abschnittes hat symbolische Bedeutung: Wenn unter dem Blickwinkel der Konjunkturdiagnose und -prognose die Hypothese aufgestellt werden darf, "dass vom Börsengeschehen ein wesentlicher Einfluss auf die Realreihen der Wirtschaft nicht (bzw. nicht mehr) ausgeübt"[2] wird, ist es umso verständlicher - ohne die besondere Problematik betriebswirtschaftlicher Bewertungsfragen zu berücksichtigen -, dass keine geeigneten Methoden gefunden wurden, die für die börsenmässige Beurteilung von Anteilspapieren auch nur Anhaltspunkte liefern konnten.

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S. 951ff. und S. 959ff.

2) G. Bombach, Wirtschaftliche Voraussagen, in: Kyklos, Politische Oekonomie - heute, in honorem Edgar Salin, 1962/I, S. 31.

Die Versuche der Betriebswirtschaft, verschiedene Methoden der Unternehmensbewertung[1] zu ermitteln, waren zum Scheitern verurteilt, sobald sie zur Grundlage der Kursfindung am Aktienmarkt gemacht werden sollten, denn die Aktionärsrechte sind als Summe von Vermögensansprüchen und Verwaltungsrechten zu verstehen; die Betriebswirtschaft aber beschäftigte sich ausschliesslich mit den Vermögenswerten, indem sie unter Zuhilfenahme von verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten[2] den Substanzwert[3] mit dem Ertragswert[4] zu einem Gesamtunternehmenswert zu kop-

---

1) In loser Reihenfolge sei auf einige Arbeiten hingewiesen:
E. Axer, Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwertes, Berlin 1932.

E. Gutenberg, Geschäftswert, in: Niklischs Handwörterbuch, 2. Auflage 1938.

K. Kolbe, Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmung, Köln 1954.

K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1953.

2) In der betriebswirtschaftlichen Literatur sind folgende Kombinationsverfahren von Substanz- und Ertragswert vorgeschlagen:

a) Berliner Verfahren (arithmetisches Mittel): K. Mellerowicz, Betriebswirtschaftslehre der Industrie, Freiburg 1957, S. 112.
b) Geometrisches Mittel: M. Haberland, Zur Frage des gemeinsamen Wertes von unnotierten Anteilen, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 1936, S. 156.
c) Statisches Mittel: A.Schubert, Die Abstufungen des wirtschaftlichen Tauschwertes (gemeiner Wert) langfristiger Ertragsquellen, in: Zeitschrift für Handelswirtschaft und Handelspolitik, 1927, S. 82.
d) Harmonisches Mittel: H.L.Rietz, Mathematical Statistics, New York 1922, deutsch: Mathematische Statistik, Leipzig 1930, S. 90.
e) Quadratisches Mittel: P. Flaskämper, Allgemeine Statistik, Leipzig 1944, S. 90.
f) Stuttgarter Verfahren: K. Mellerowicz, Betriebswirtschaftslehre der Industrie, a.a.O., S. 113ff.

3) Ueber die Ermittlungsverfahren des Substanzwertes besteht in der Betriebswirtschaftslehre keine Einigkeit; über die verschiedenen Auffassungen unterrichtet R. Braune, Die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertrages, Diss. Basel 1959, S. 5ff.

4) Das unter 3) Gesagte gilt gleichermassen für den Ertragswert; vgl. dazu R. Braune, ebenda, S. 9ff.

peln suchte. Mit den Augen der Betriebswirtschaft war die Aktie ein Vermögenswert ohne Herrschaftsrechte, also die Verbriefung von Forderungen auf einen ungewissen Ertrag und auf ein schwankendes Realkapital

Durch die Auseinandersetzung mit Bewertungsproblemen bei Konzernbildungen und -erweiterungen wurden seitens der Betriebswirtschaftslehre zwar Versuche[1] unternommen, die beschriebenen Veränderungen des anteiligen Rechtsgehaltes von Aktien infolge eines zunehmenden vertrags- und besitzmässigen Zusammenschlusses der Unternehmen zu berücksichtigen; sie haben aber zu keinem positiven Ergebnis geführt in dem Sinne, dass jemals ein betriebswirtschaftlich ermittelter objektiver Unternehmerwert zur Grundlage der Börsenkursbildung hätte werden können.[2]

Nun, anscheinend widersprechen die zahlreich erschienenen Wirtschaftsstudien und speziellen Aktienanalysen diesen Gedankengängen, denn die Gründe für diese Veröffentlichungen tragen einmal einem zunehmenden Bedürfnis nach Informationen als Voraussetzung oder Anhaltspunkt für richtige wirtschaftliche Dispositionen Rechnung,[3] und sind auf der anderen Seite zugleich Werbung für die Institute, die sie herausgeben und ebenfalls für die Aktiengesellschaften, die analysiert werden. Bei diesen Wertschriftenausarbeitungen konnte die Betriebswirtschaftslehre aber wertvolle Beiträge leisten, weil von diesen Veröf-

---

1) R. Braune, Die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertrages, a.a.O., insbesondere der 2. Teil, S. 89ff. Ebenso B. Lutz, Die Bewertungsprobleme des Konzerns, Diss. St. Gallen 1952.

2) Auch die neueren Arbeiten von Schütz und Hornef, die vor allem auf steuerliche Tatbestände aufbauen, haben keinen brauchbaren Beitrag liefern können; A. Schütz, Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, in: Neue Betriebswirtschaft 1959, S. 141ff. H. Hornef, Die Ertragskraft von Aktiengesellschaften, in: Das Wertpapier 1961/5, S. 309ff. und 1961/5a, S. 346ff.

3) H. Bauer, Wirtschaftsstudien im Dienste der Banken, in: Wirtschaft und Recht, Zürich 1957/3, S. 200.

fentlichungen[1] keine objektive Wertfindung gefordert wird, sondern grösstenteils mit branchengebundenen Verhältniszahlen[2] gearbeitet wird. Somit ist hier der Masstab für die Beurteilung eines hohen oder niedrigen Börsenkurses nicht der Unternehmenswert einer Aktiengesellschaft selbst, sondern der Börsenkurs einer anderen Aktiengesellschaft gleicher Branche. Das ist vernünftig, jedoch nur solange wie sich der Aktionär, der diese Analysen seinen Entscheidungen zugrunde legt, bewusst ist, dass dadurch nur auf mögliche Kurskorrekturen innerhalb des allgemeinen Kursniveaus hingewiesen werden kann, über den Verlauf des Börsentrends insgesamt aber nichts ausgesagt wird.

---

1) Für die Effektenausarbeitungen der Banken, Börsenberatungsinstitute etc. sei hier auf interessengebundene, jährlich erscheinende Zusammenfassung aktueller Betriebsanalysen hingewiesen: C. Schrempf, Deutsche Aktienfavoriten 1960, München 1959.

2) Die gebräuchlichsten Verhältniszahlen sind:

a) Verhältnis von Umsatz zu Grundkapital
b) Verhältnis von Umsatz zu Eigenkapital
c) Verhältnis von Börsenkurswert zu Eigenkapital
d) Ausgewiesener Reingewinn im Verhältnis zum Umsatz
e) Ausgewiesener Reingewinn im Verhältnis zum Eigenkapital
f) Ausgewiesener Reingewinn im Verhältnis zum Grundkapital
g) Zahl der Beschäftigten im Verhältnis zum Eigenkapital (durchschnittliche Kapitalausstattung pro Arbeitsplatz)

4. Kapitel: Der Einfluss der Besitzkonzentration auf den Aktienkurs

I. Allgemeines zum Begriff Grossaktionär

Versuche, den Begriff des Grossaktionäres oder den des Paketbesitzes zu definieren, basieren auf statistischen[1)2)] (Höhe des Aktienbesitzes) und dynamischen[3)] (Intensität des Verhaltens) Voraussetzungen. Diese Unterscheidungen verschiedener Aktionärsgruppen haben das Ziel, definitorische Abgrenzungen vorzunehmen und deren Ergeb-

---

1) Statische Definitionen unterscheiden die Aktionäre nach Merkmalen, die sich aus wirtschaftlich messbaren oder juristisch klaren Tatbeständen ableiten lassen. Die Einteilung des Statistischen Bundesamtes in Schachtel-, Dauer- und Streubesitz ist eine rein statische, wenngleich sie eine Vermengung verschiedener, aber nur statischer Merkmalsträger enthält: Nach der Rechtsform (Schachtelbesitz), nach der Dauer des Besitzes (Dauerbesitz) und nach dem Besitzausmass (Streubesitz) des Aktieninhabers. Diese Unterscheidung hat sich aus der statistischen Erhebungsmöglichkeit angeboten, jedoch kann über ihre praktische Brauchbarkeit gestritten werden, weil der Streubesitz als Residuum ermittelt wurde, für den weder ein Dauer- noch ein Schachtelbesitz feststellbar war. R. Berndsen, Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, in: Wirtschaft und Statistik 1961/5, S. 284 (im folgenden zitiert als: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften).

2) Eine juristische Einteilung des Aktienbesitzes ergibt folgende Klassifikation:
Minderheit (bis zu 10 %)
Prüfungsminderheit (von 10 % bis zu 25 %)
Sperrminorität (über 25 % bis zu 50 %)
Majorität (über 50 % bis zu 75 %)
Qualifizierte Majorität (über 75 % bis unter 100 %)
Vollständiger Besitz (100 %)

3) Die dynamischen Definitionen unterscheiden die Aktionäre nach der Intensität ihres Verhaltens und Handelns. So ist Fechners Unterscheidung (E. Fechner, Die Treubindungen des Aktionärs, Bonner Habilitationsschrift, Weimar 1942) vom aktiven und passiven Aktionär eine dynamische, die jedoch ökonomisch ohne grosse Bedeutung bleibt, weil für einen aktiven Aktionär die statischen Voraussetzungen gegeben sein müssen, die ein passiver wiederum durchaus haben kann.

nisse in der Gesetzgebung nachwirken zu lassen.[1] Das Problem liegt hier anders. Es sind Bezugsgrössen zu erarbeiten, die eine Gewähr dafür bieten, dass die Einflussnahme von Grossaktionären auf die Börsenkurse nachgewiesen werden kann. Die Schwierigkeiten bleiben die gleichen: Die Entwicklung unternehmerischer Dynamik in einer oder auf eine Aktiengesellschaft ist abhängig von statischen Voraussetzungen, die sich auf die Höhe der Beteiligung oder auf eine Konzentration von Verfügungsmacht beziehen. Unter dem Blickwinkel der Gesellschaft kann der Grossaktionär im Regelfall als Unternehmensaktionär - also als aktiver Aktionär im Sinne Fechners - gesehen werden; danach ist ein Grossaktionär nur der, der einen massgeblichen Einfluss auf die Aktiengesellschaft zu gewinnen sucht.[2] Weil es aber nicht ausschliesslich um die Ermittlung und Verwendung - im Sinne einer willkürlichen Feststellung - gesellschaftsinterner Erträge geht, sondern um die Realisierung von Kursgewinnen, ist - unter Einbeziehung des Merkmals Informationsmöglichkeit - ausserdem der Aktionär ein Grossaktionär, dem Unterbewertungen an der Börse informationsbedingte Gewinnchancen eröffnen. Hier liegt zugleich die Abgrenzung gegenüber der Spekulation.

---

1) Kurt Mähler, Die Entwicklung der Willensbildung in deutschen Aktiengesellschaften in den letzten Jahrzehnten, Diss. Köln 1957, S. 29. Nach Fechner kann der passive Aktionär ein Spekulationsaktionär (Der Aktionär kann Minderheitenrechte nur nach dreimonatigem Aktienbesitz geltend machen, §§ 118,2; 123,2; 136,3; 206,2) oder Daueraktionär (Der Aktionär kann eine satzungsmässige Entsendung von Mitgliedern in den Aufsichtsrat - § 88 Akt.G. - nach § 88,2 Akt.G. nur als Inhaber gebundener Namensaktien vornehmen) sein. Seine Unterscheidung spielte in der Diskussion um die Bindung des Stimmrechtes an die Dauer des Aktienbesitzes eine grosse Rolle.

2) Enquete - Ausschuss, Berlin 1930, S. 18ff.

1. Das Problem des relativen und absoluten Grossaktionärs

Eine klare Trennung von Streubesitz und Paketbesitz ist durch die Nennung eines genauen Prozentsatzes, der das Eigentum an einer Aktiengesellschaft angibt, nicht möglich, weil für die verschiedenen Abstimmungsgegenstände stark differenzierte Stimmen-Prozentsätze für ausreichende Minderheiten und erforderliche Mehrheiten gelten.[1] Darum bleibt der Masstab für den Beherrschungsgrad und damit für die Bedeutung des Paketbesitzes die aktienrechtliche Zuständigkeitsregelung. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass ein prozentualer Anteil an dem Aktienkapital einer Aktiengesellschaft je nach der Struktur des übrigen Besitzes eine unterschiedliche Bedeutung erlangen kann.[2]

---

1) Helmut Lipfert, Gefahren der Konzentration für den Streubesitz, in: Konzentration, a.a.O., S. 1662.

2) Zum Beweis seien drei realtypische Beispiele nachgezeichnet:

(a) Besitz von 5 % Aktienkapital in einer Aktiengesellschaft mit sonst sehr starken Streubesitz ohne weiteren Grossaktionär. Dem Aktionär steht die Möglichkeit zu einer grossen Einflussnahme auf die Gesellschaft offen, ein Sitz im Aufsichtsrat ist ihm sicher.

(b) Besitz von 5 % Aktienkapital in einer Aktiengesellschaft mit zwei Grossaktionären zu einem Anteil von je 47 %. Für einfache Majoritätsentscheidungen ist die Stellungnahme des 5 %-Aktionärs entscheidend, wenn er sich bei entgegengesetzter Interessenlage der Grossaktionäre mit einem von beiden verbindet. Ein Sitz im Aufsichtsrat ist ihm ebenfalls sicher.

(c) Besitz von 5 % Aktienkapital in einer Aktiengesellschaft mit drei weiteren Grossaktionären zu einem Anteil von je 26 %. Bei passivem Verhalten des Streubesitzes kann auch hier die Stellungnahme des 5 %-Aktionärs entscheidend sein; er kann den qualifizierten Majoritätsbeschluss der drei zu gleichen Teilen beteiligten 26 %-Grossaktionäre torpedieren.
Helmut Lipfert, Gefahren der Konzentration für den Streubesitz, a.a.O., S. 1662.
Es lässt sich denken, in wie vielen unzählbaren Kombinationen die Besitz- und Weisungsmachtverhältnisse und die Interessengegensätze aufeinandertreffen können. Wichtig ist zu erkennen, welche Bedeutungsresultante sich für den jeweiligen Besitz- oder/und Weisungsmachtaktionär in den unterschiedlichen Situationen einspielen kann.

2. Die unmittelbaren Vorteile des Grossaktionärs

In den meisten Fällen gehört der Grossaktionär dem Aufsichtsrat seiner Gesellschaft an, seltener dem Vorstand. Damit kommt er in den unmittelbaren Genuss der Bezüge, die die Aktiengesellschaft ihren Vorständen und Aufsichtsräten zu zahlen haben. Untersuchungen über die Höhe der ausgezahlten Beträge liegen für die Jahre 1958 und 1959[1] vor. Sie umfassen 493 an den westdeutschen Börsen kotierte Aktiengesellschaften, das sind 18 % aller Gesellschaften der Zahl nach, aber 51 % (14,5 Milliarden DM) des entsprechenden Grundkapitals. Aus drei Gründen können die Zahlen darum nicht vorbehaltlos ausgewertet werden:

(1) Es überwiegen die grossen Gesellschaften, bei denen die Vorstandsbezüge mit wachsender Unternehmensgrösse gestiegen und deshalb für den Durchschnitt nicht repräsentativ sind.

(2) Die Statistik stützt sich auf Angaben, die in den Geschäftsberichten, in denen nach aktienrechtlichen Vorschriften[2] die Gesamtbezüge der Vorstände und der Aufsichtsräte anzuführen sind, ausgeworfen werden. Da bei den Vorstandsbezügen ausser den Leistungen an die amtierenden Mitglieder auch andere Zahlungen[3] enthalten sind, wurden diese - mit einem Drittel veranschlagt - von den ausgewiesenen Beträgen abgesetzt. Bei den Aufsichtsratbezügen war nicht erkennbar, inwieweit es sich um steuerfreie[4] oder steuerbare Beträge handelt.

---

1) M. Kruk, Was zahlen die Gesellschaften ihren Vorständen und Aufsichtsräten? in: FAZ vom 9.4. 1960, Nr. 85 und vom 18. 3. 1961, Nr. 66.

2) Vgl. § 128,2 Abs. 7 AktG.

3) Es handelt sich dabei um Abfindungen, Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und andere Leistungen an frühere Mitglieder und deren Angehörige.

4) Es ist bei einigen Gesellschaften üblich geworden, ihren Aufsichtsmitgliedern Nettobezüge zu zahlen, wobei die bei dem jeweiligen Aufsichtsratsmitglied anfallende Einkommenssteuer von der Gesellschaft getragen wird.

(3) Da es sich in den Geschäftsberichten um globale Angaben über die Bezüge der amtierenden Mitglieder handelt, können keine Antworten darauf gegeben werden, wieviel jeweils ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied insgesamt verdient. Es wird lediglich ausgesagt, was die Gesellschaften zahlen. Gehört z.B. eine Person mehreren Aufsichtsräten und Vorständen - was allerdings selten vorkommt - an, so sind seine Einnahmen an mehreren Stellen in der Tabelle aufgeführt, ohne dass eine Zusammenzählung möglich wäre.

a) Die Bezüge der Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften

Die Bezüge der Vorstandsmitglieder in den oben beschriebenen Aktiengesellschaften sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst. Es fällt auf, dass in den Branchen Spitzengehälter gezahlt werden, deren Aktien an der Börse hoch bewertet werden. Das ist logisch. So steht nach Branchen geordnet der Handel[1] mit den grössten Vorstandsgehältern an der Spitze, gefolgt von der Chemie, der Elektrotechnik, den Banken, dem Fahrzeug- und Schiffbau und den Holdinggesellschaften. Beim Handel errechnen sich die Durchschnittsbezüge eines Vorstandsmitgliedes auf DM 212 000 für 1959 und sind damit gegenüber 1958 mit 23,5 % stärker gestiegen, als die Durchschnittsgehälter der anderen Börsengesellschaften.

Ebenso verständlich wird eine abnehmende "Belastung" der Gesellschaften durch die Vorstandsbezüge bei wachsender Unternehmensgrösse; bezogen auf je DM 100 000 Bilanzsumme machen die Vorstandsbezüge bei kleinen Aktiengesellschaften rund das Zehnfache des entsprechenden Anteils bei Grossunternehmen aus.

1) Das wird verständlich, wenn bekannt ist, dass ausser den Vorstandsbezügen von Karstadt AG und Kaufhof AG auch die der Handelsunion AG und der Metallgesellschaft AG miterfasst wurden.

Tabelle 13: Die Bezüge der Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften

Wirtschaftszweig	Zahl der Gesell-schaften	Vorstands-mitglied	Durchschnittl. Bezüge eines Vorstandsmitglieds in 1000 DM 1959	1958
Handel	12	39	212	171
Chemie und Erdöl	22	93	149	145
Elektrotechnik	15	80	144	124
Banken	34	140	137	123
Fahrzeug und Schiffbau	8	37	131	121
Holdinggesellsch.	16	66	126	115
Eisen und Stahl	16	55	120	124
Bergbau (ohne Kohle)	8	25	109	103
Kohlenbergbau	11	38	100	95
Stahl- und Waggonbau	8	20	93	79
Zement	9	26	91	82
Maschinenbau	38	132	90	93
Gummi & Kunststoff	7	31	88	85
Zellstoff & Papier	16	43	85	79
NE-Metalle	8	26	77	74
Glas & Keramik	12	32	76	69
Baugewerbe	12	39	75	73
Feinm. und Optik	4	12	73	65
Steine und Erden	11	20	69	61
Textilindustrie	60	128	67	58
Verkehr	11	29	67	67
Versicherungen	27	108	66	63
EBM-Industrie	15	29	61	56
Energiewirtschaft	27	73	61	59
Leder	7	21	60	58
Brauereien	55	127	57	49
Nahrung & Genuss	26	60	51	47
Sonstige	8	13	46	33

Quelle: M. Kruk, Was zahlen die Gesellschaften ihren Vorständen und Aufsichtsräten? a.a.O.

b) Die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften

Für die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder gelten die gleichen Feststellungen wie für die Vorstandsbezüge. Allerdings entsprechen die ausgeworfenen Zahlen in den Geschäftsberichten den tatsächlich gezahlten Beträgen, weil hier keine Verpflichtungen der Gesellschaften gegenüber früheren Aufsichtsratmitgliedern entstehen. Im einzelnen zeigt sich nach Branchen geordnet folgende Zahlungsverteilung:

Tabelle 14: Die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften

Wirtschaftszweig	Zahl der Gesellschaften	Aufsichtsratsmitglied	Durchschnittl. Bezüge eines Aufsichtsratsm. 1959 in DM 1000.-	1958
Chemie Erdöl	22	183	24	21
Gummi & Kunststoff	7	45	23	23
Elektrotechnik	15	143	23	22
Handel	12	95	23	21
Zement	9	66	22	19
Holdinggesellsch.	16	199	20	19
Banken	34	496	18	16
Maschinenbau	38	258	18	14
Fahrzeug & Schiffbau	8	69	17	15
Glas und Keramik	12	83	17	15
Eisen und Stahl	16	174	15	14
Versicherungen	27	241	13	10
NE-Metalle	8	55	14	13
Zellstoff und Papier	16	110	12	11
Steine und Erden	11	75	12	9
Textilindustrie	50	339	11	10
Brauerein	55	345	11	9
Bergbau (ohne Kohlen)	8	89	11	10
Kohlenbergbau	11	125	11	10
Stahl & Waggonbau	8	58	9	7
Energiewirtschaft	27	354	9	8
EBM-Industrie	15	81	9	7
Nahrung und Genuss	26	157	9	8
Feinm. und Optik	4	28	8	9
Baugewerbe	12	94	7	6
Leder	7	43	6	6
Sonstige	8	47	5	4
Verkehr	11	111	4	3

Quelle: M. Kruk, Was zahlen die Gesellschaften ihren Vorständen und Aufsichtsräten? a.a.O.

Die Schwankungsbreite zwischen den niedrigsten und höchsten Aufsichtsratsbezügen ist grösser (sechseinhalbfach) als bei den Vorstandsbezügen (fünffach). Auch hier werden die höchsten Entschädigungen in den Branchen gezahlt, deren Aktien an der Börse hoch bewertet werden. Es fällt allerdings auf, dass Branchen wie die Gummi- und Kunststoffindustrie, die Zementindustrie und Glas/Keramik hier mit in die Spitzengruppe gehören, deren Vorstandsbezüge jedoch keineswege - relativ gesehen - besonders hoch sind. Damit kommt der Verdacht auf, dass in diesen Branchen, die durch einen hohen Paketbesitz am Grundkapital ausgezeichnet sind, die Aufsichtsratsbezüge keine Vergütungen für die Tätigkeiten sind, die mit ihren Aufgaben und mit der Lage der Gesellschaft in Einklang zu stehen haben,[1] sondern eine Selbstentlöhnung kraft Aktienbesitz oder Besitz von Weisungsmacht ist.[2] Durch den Paketbesitz muss die Idee der Aufsichtsratsvergütung eine Wandlung erfahren: War sie bisher die notwendige Entschädigung für ein verantwortliches Kontrollorgan, scheint sie heute mehr den Charakter einer vordividendenartigen[3] Mehrheitsbesitzprämie zu tragen.

---

1) Vgl. § 98,1 Akt.G.

2) Eine in der Satzung einer Aktiengesellschaft festgesetzte Vergütung kann de iure zwar durch einfachen Mehrheitsbeschluss herabgesetzt werden (§ 98,1 Akt.G.), wird bei Vorhandensein von Paketbesitz de facto nicht vorkommen.

3) "Gemessen an der Bilanzsumme (38,3 Milliarden DM) macht dieser Betrag knapp ein halbes Prozent aus". Wertvoller wäre es gewesen, die Gesamtbezüge auf das Grundkapital zu beziehen. Es war leider nicht in Erfahrung zu bringen. Unterstellt, dass das Grundkapital der 358 industriellen Gesellschaften in der gleichen Relation zur Bilanzsumme steht, wie bei 1857 für das Jahr 1959 untersuchten Aktiengesellschaften, nämlich 21,6 % (Die Abschlüsse der Aktiengesellschaften für das Geschäftsjahr 1959, Mainz 1961, S. 7), dann ergibt sich für die "vordividendenartige Mehrheitsbesitzprämie" ein Prozentsatz von 2,2 bezogen auf das Grundkapital. Der Prozentsatz gewinnt umso mehr an Bedeutung, weil nicht das Grundkapital allein die entsprechende Bezugsgrösse ist, sondern sich diese Ausschüttung auf den zahlenmässig sehr kleinen Kreis der bevorrechtigten Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder beschränkt.

c) Die absolute Höhe der Vorstands- und Aufsichtsratsbezüge

Von 358 industriellen Aktiengesellschaften sind im Jahre 1959 146 Millionen DM für Vorstandsbezüge, 36,6 Millionen DM für die Aufsichtsräte gezahlt worden. Hierbei ist das besprochene Drittel nicht in Abschlag gebracht worden. Zusammen haben 1074 Vorstände und 2620 Aufsichtsräte 182,6 Millionen DM erhalten.

Die von Kruk[1] gewollten Folgerungen sind richtig, jedoch ist die Wahl seiner - irrelevanten - Bezugsgrössen[2)3)] nur als Reverenz an die Adresse seiner Redaktion zu verstehen (als ein Beispiel nicht erfassbarer Weisungsmacht).

II. Grossaktionäre kraft Aktienbesitz

1. Zusammenfassung der Erhebungsergebnisse aus den Jahren 1957, 1959 und 1961

Die Entwicklung des Paketbesitzes - als Dauerbesitz und Schachtelbesitz gekennzeichnet - am Nominalkapital aller Aktiengesellschaften der Bundesrepublik Deutschland bzw. des Reichsgebietes kann den Veröffentlichungen[4] des

1) Max Kruk, Was zahlen die Gesellschaften ihren Vorständen und Aufsichtsräten, a.a.O., Nr. 66.

2) "Im Vergleich zu den gesamten Personalaufwendungen der untersuchten Gesellschaften (10,6 Milliarden DM) belaufen sich die Vergütungen an Vorstände und Aufsichtsräte auf 1,7 %". In diesem Fall ist natürlich die Zahl der Beschäftigten mitheranzuziehen.

3) "Als Reingewinn haben die Gesellschaften in ihren Bilanzen 1,02 Milliarden DM ausgewiesen. Der Unternehmerlohn unter Einschluss der Aufsichtsratsbezüge macht also nur 18 % des Betrages aus, der den Aktionären gleichzeitig als Gewinn zur Verfügung stand". Hier ist natürlich die Relation Gesamtbezüge - Dividenden die richtige.

4) Statistisches Jahrbuch des Deutschen Reiches für das Jahr 1937, S. 416. Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, 1957, S. 273ff. und S. 233*, 1959, S. 76ff.

Statistischen Bundesamtes, bzw. des Statistischen Reichsamtes entnommen werden (vgl. Tabelle Nr. 15). Auf eine Gegenüberstellung der Erhebungsergebnisse ist in der Literatur bisher verzichtet worden. Es wurde befürchtet, dass aus den Veränderungen der Besitzanteile auf eine echte Bewegung geschlossen würde, die jedoch nichts weiter hätte sein können, als der Ausdruck für eine wachsende Genauigkeit der Beteiligungskartei des Statistischen Bundesamtes.[1] Der umgekehrte Weg allerdings ist erlaubt und wird beschritten: Um das Ausmass der Umwandlungswelle und ihre Bedeutung für die Kursentwicklung zu zeichnen, kann eine beim Vergleich der Zahlen festgestellte Bewegung als Bestätigung für eine notwendige Folgerung bei der Besprechung der Umwandlungswelle gelten.

Die Methode der Erhebungen bestand darin, dass aus zahlreichen verschiedenen Quellen (Geschäftsberichte, Börsenprospekte, Bankpublikationen usw.) der Schachtel- und Dauerbesitz ermittelt wurden. Die Angaben für den übrigen Besitz an Aktien ergaben sich als Residuum: Gesamtes Nominalkapital aller Aktiengesellschaften minus Schachtel- und Dauerbesitz.

Tabelle 15 zeigt, dass der Schachtel- und Dauerbesitz am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften bis 1958 absolut und relativ wesentlich zugenommen haben. Der Streubesitz ist zwar von 1936 bis 1956 absolut angestiegen, relativ jedoch zurückgegangen. Von 1956 bis 1958 war eine Verminderung des übrigen Besitzes an Aktien um 879 Millionen zu verzeichnen. Da in diesem Zeitraum das Nominalkapital

---

1) R. Berndsen, ebenda, Jg. 13, S. 282; die Beweisfähigkeit der Ermittlungen für eine zunehmende Aktienbesitzkonzentration wird ebenfalls bestritten von H.W. Köhler, 2,5 Milliarden DM Montanaktien im Besitz von 500 000 Publikumsaktionären, in: Die Aktiengesellschaft, 1959/5

Tabelle Nr. 15: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften

Art des Besitzes und der Kapitaleigner jeweils am Jahresende	1936	1956	1958	1960	1936	1956	1958	1960[5]
	in Millionen DM(RM)				in v.H.			
1) Schachtelbesitz	4751	6185	7647	6922	25	26	28	23
Beteiligungsges.	1575	2800	3140	1494	8	12	12	5
Uebrige Aktienges.	3176	3385	4507	5428	17	14	16	18
2) Dauerbesitz	5997	8064	11037	12677	31	34	40	41
Oeffentliche Verw.	2505	3294	3563	4288	13	14	13	14
Ausländer	1266	2254	3045	3850	7	10	11	12
Sonstige Kapitaleigner	2226	2516	4439	4538	12	11	16	15
3) Uebriger Besitz an Aktien	8476	9521	8643	10969	44	40	32	36
Erfasste Gesellsch.	5631	3740	2958[1]	10346[3]	29	16	11[1]	34[3]
Nichterfasste	2845	5781	5685[2]	623[4]	15	24	29[2]	2[4]
Insgesamt	19225	23760	27326	30568	100	100	100	100

1) Aktiengesellschaften für die eine Beteiligung anderer Aktiengesellschaften usw. ermittelt wurde.

2) Aktiengesellschaften für die keine Beteiligung anderer Aktiengesellschaften usw. ermittelt wurde.

3) Nichtfeststellbarer Besitz an den in 1) und 2) enthaltenen Aktiengesellschaften (einschliesslich Streubesitz).

4) Grundkapital der Aktiengesellschaften mit völlig anonymen Besitzverhältnissen.

5) Die Tochtergesellschaften der bundeseigenen vier Dachgesellschaften sind in diesen Spalten als unmittelbarer Bundesbesitz gewertet und nicht als Schachtelbesitz; anderseits sind die vier Dachgesellschaften hier nicht mehr als Aktiengesellschaften gezählt worden.

Quelle: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, a.a.O.

aller Aktiengesellschaften um rund 3,5 Mrd. vermehrt wurde, betrug der Anteil des übrigen Besitzes 1958 nur 32 % nach 40 % in 1956, ein Rückgang also um gut ein Fünftel.[1] Das berechtigt zu dem Schluss, dass das Bezugsrecht von dem Schachtel- und Dauerbesitz selbst ausgeübt wurde, also keine Placierung über die Börse stattfand, was zu einer Steigerung des übrigen Besitzes hätte führen müssen. Von 1958 auf 1960 zeigt sich eine relative und absolute Zunahme des Streubesitzes verbunden mit einer analogen Abnahme des Beteiligungsbesitzes am gesamten Nominalkapital. Ueber die tatsächliche Entwicklung der Besitzanteile wird damit nichts ausgesagt, sondern es wird auf eine durch die Auswirkungen der Umwandlungswelle strukturbedingte Verzerrung aufmerksam gemacht.[2] Durch die grösstenteils verschmelzenden Umwandlungen[3] wurde das Grundkapital aller Aktiengesellschaften um den Betrag des umgewandelten Nominalkapitals herabgesetzt - da es sich bei den Muttergesellschaften bilanzmässig nur um einen Aktiv-Tausch handelte[4], ebenso wie der ausgewiesene Besitzanteil der Beteiligungsgesellschaften, was naturgemäss zu einer optisch relativen Zunahme des Streubesitzes führen musste. Diese Behauptung wird gestützt durch die Tatsache, dass es sich bei Umwandlungen zum grössten Teil um die Uebernahme hundertprozentiege Töchter handelte.[5]

---

1) Helmut Lipfert, Gefahren der Konzentration für den Streubesitz, a.a.O., S. 1685.

2) Nur in diesem Sinn hat Lipfert recht, wenn er sagt: "Es ist anzunehmen, dass das Jahr 1959 eine weitere einschneidende Veränderung des übrigen Besitzes an Aktien (Streubesitz) gebracht hat, da der Umwandlungswelle nur vergleichsweise wenige Kapitalerhöhungen bei bedeutenden Publikumsgesellschaften gegenüberstanden". Helmut Lipfert, ebenda, S. 1685.

3) Von 1,9 Mrd. DM umgewandeltem Nominalkapital im Jahre 1959 entfielen auf die verschmelzenden Umwandlungen 1,5 Mrd. DM. Die Kapitalgesellschaften im Jahre 1959, in: Wirtschaft und Statistik NF, Jg. 13 (1961), S. 165.

4) Dem Beteiligungsabgang (Wertpapiere) auf der Aktivseite der Bilanzen der Muttergesellschaften übernehmenden stand ein Vermögenszugang aus den Sachwerten der übernommenen Töchtergesellschaften gegenüber.

5) vgl. dazu S. 177.

Der höhere absolute Anteil des Streubesitzes erklärt sich aus den grossen Kapitalerhöhungen der Publikumsgesellschaften im Jahre 1961, deren Anteile auch vorher schon breit gestreut waren,[1] wobei zu beachten ist, dass die absolute Zunahme des Streubesitzes weit hinter dem Umfang der Kapitalerhöhungen zurückgeblieben ist.[2] Es ist auch für den Zeitraum 1958 bis 1960 darum eine weitergehende Konzentration der Besitzanteile am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften zu vermuten.

2. Die Entwicklung des Schachtelbesitzes[3]

Die Struktur des Eigentums am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften ist bei einem Vergleich in den Jahren 1936 und 1956 geprägt durch einen bemerkenswert hohen Anteil

1) Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, in: Wirtschaft und Statistik, NF, JG. 11 (1959), S. 77.

2) Die Kapitalerhöhungen betrugen in den Jahren 1959 und 1960 zusammen 4,237 Mrd. DM abzüglich der 1,112 Mrd. DM Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, die für die Besitzverteilung ohne Bedeutung geblieben sind. Dagegen steht eine Zunahme des Streubesitzes um DM 2,33 Mrd. Die Kapitalgesellschaften im Jahre 1959, a.a.O., S. 170. Die Kapitalgesellschaften im Jahre 1960, a.a.O., S. 166.

3) Schätzungen für den konzerngebundenen Anteil des Kapitals aller deutscher Aktiengesellschaften - nach den Erhebungseinheiten des Statistischen Bundesamtes also Schachtel- plus Dauerbesitz - geben einen Prozentsatz von ca. 70 v.H. an. Auch das Statistische Bundesamt betont, dass sich bei der Erhebung für das Jahr 1956 (Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, a.a.O., 1957, S. 273) noch erhebliche, als Streubesitz erfasste Beträge in Dauerbesitz befunden hatten. Vgl. dazu S. 72.
Ebenso E.C. Fischer, in: Archiv für civilistische Praxis, 1954, S. 117.
O. Bühler, Steuerrecht der Gesellschaften und Konzerne, 2. Auflage, Berlin/Frankfurt 1953, S. 189.
H. Rasch, Deutsches Konzernrecht, 2. Auflage, Köln/Berlin 1955, S. 10; er beziffert den Zusammenhang des westdeutschen Industriekapitals auf ca. 80 v.H. Völlig aus dem Rahmen dieser Schätzungen fällt Würdinger; er glaubt nur an einen konzerngebundenen Anteil von ca. 30 v.H., wozu noch 13 v.H. Bundes- oder Länderbesitz kommen. H. Würdinger, Sind auf dem Gebiete des Konzernrechtes gesetzgeberische Massnahmen gesellschaftsrechtlicher Art erforderlich? Referat auf dem 42. Deutschen Juristentag. BII/F, Tübingen 1959, S. 6

des Schachtelbesitzes. Die Zunahme dieser dauernden Beteiligungen der Aktiengesellschaften untereinander spiegeln die vollzogenen Dezentralisierungen innerhalb der deutschen Wirtschaft wider.[1] Bei einer geringen Emissionstätigkeit der Aktiengesellschaften bis 1956 und dem wesentlich höheren Grundkapital der Aktiengesellschaften 1956 gegenüber vor dem Kriege ist zu schliessen, dass dies im besonderen auf die sich aus den Kapitalverflechtungen ergebenden Doppelzählungen zurückzuführen ist.[2] Wird das ausgewiesene Nominalkapital um diese Doppelzählungen bereinigt, zeigt sich folgendes Bild für den prozentualen Anteil des um den Schachtelbesitz[3] bereinigten Grundkapitals am Gesamtnominalkapital:

1936	1956	1958	1960
75 %	74 %	72 %	77 %.

Je höher die Anteilszahlen, umso mehr zeigt sich eine Tendenz der Abwendung von anonymen Schachtelbesitzverhältnissen und der Hinwendung zur klaren Konzernstraffung. Das darf aus den Prozentzahlen geschlossen werden,[4] wobei je-

1) vgl. dazu S. 38.

2) Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, a.a.O., 1957, S. 274.

3) vgl. Tabelle Nr. 15, S. 171.

4) Eine ähnliche Aussage lässt sich gewinnen, wenn die Zuwachsraten des Gesamtnominalkapitals (1) und die des um den Schachtelbesitz bereinigten Grundkapitals (2) miteinander verglichen werden:

	1936-1956	1956-1958	1958-1960
	in Milliarden DM		
Zuwachsraten	(1) 4.536	3.566	3.242
Zuwachsraten	(2) 3.102	2.105	3.966
	In Prozenten *		
Zuwachsraten	(1) 24	15	12
Zuwachsraten	(2) 21	12	20

* Bezogen auf den jeweiligen Nominalkapitalanfangsbestand.
Quelle: Aus den angegebenen Werten in Tabelle Nr. 15, S. 171.

doch zu unterstellen ist, dass es sich um eine vollständige Uebernahme einer Gesellschaft in einen Konzernbereich handeln muss.

Daneben ist auf eine zunehmende Verschachtelung hinzuweisen, weil je nach der Höhe der Beteiligung juristische oder andere Rechte und Vorzüge wahrgenommen werden können. Von hier geht - wenn eine vollständige Uebernahme nicht geplant ist - ein Anreiz zu einer zunehmenden Verschachtelung aus,[1] deren Rückwirkung auf die Börsenkurse eindeutig ist. Dieser Prozess geht in den obigen Zahlen unter und muss gesondert dargestellt werden.

Tabelle Nr. 16: Die Beteiligungen der Aktiengesellschaften untereinander nach iuristisch unterschiedlich qualifizierenden Anteilssätzen,
a) nach dem Anteil der einzelnen Beteiligung
b) nach der Summe der Beteiligung an jeweils einer Gesellschaft

	a) Einzelbeteiligungen, an den AGen waren andere AGen einzeln jeweils beteiligt mit Mill.DM				b) kumulierte Beteiligungen, an den AGen waren andere AGen zusammen beteiligt mit jeweils Mill. DM			
	1958		1960		1958		1960	
	Fälle	Anteil	Fälle	Anteil	Fälle	Anteil	Fälle	Anteil
bis 25 %	466	912	483	1145	90	371	106	372
über 25-50	330	1446	334	1599	166	483	160	716
über 50-75	172	972	172	1187	170	1252	161	1505
über 75-100	164	1363	146	1500	202	1869	200	2070
100 %	198	2953	167	1491	264	3672	226	2259
Insgesamt	892*	7647	1302	6922	892*	7647	853	6922

* Gesellschaften, an denen Aktionäre verschiedener Anteilssätze beteiligt sind, sind hier nur einmal gezählt.

Quelle: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, 1960, a.a.O., S. 283.

1) Dazu ein Beispiel aus jüngerer Zeit, dass in seiner Wirkung auf eine weitergehende Verschachtelung der Wirtschaft die Vorstellungen der sozialen Marktwirtschaft von der Konzentration geradezu widerspricht. Vom 1.10.1961 können verflochtene Unternehmen sich nur dann umsatzsteuerfrei beliefern, wenn eine der Gesellschaften mehr als 75 % des Aktienkapitals der anderen besitzt; früher genügten schon 50 %. Der von hier ausgeübte Anreiz zu einer weiteren Konzentration ist offenkundig, ebenso - wenn ein zusätzlicher Aufkauf von Aktien an der Börse notwendig wird - eine positive Reaktion der Börsenkurse. Ein Aufkauf wird sich vor allem dann lohnen, wenn eine starke Lieferungsverbindung zwischen Konzernunternehmen be-

Unter Einschluss der im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Bewegungen wird auch hier eine für den Zeitraum 1958 bis 1960 weiterzunehmende Aktienbesitzkonzentration offenbar. Infolge Umwandlungen und Fusionen, sowohl nach dem Aktiengesetz als auch nach dem Umwandlungsgesetz, sind in 238 Fällen 2,753 Mrd. DM Nominalkapital[1] aus der Rechtsform der selbständigen Aktiengesellschaft ausgeschieden. Ohne die Nominalkapitalvermehrung von 1958 bis 1960 zu berücksichtigen, ist eine Korrektur des Schachtelbesitzanteiles am gesamten Grundkapital unter Berücksichtigung der Umwandlungsbeträge auf zwei Wegen möglich:

(1) Der Umwandlungsbetrag wird von dem Schachtelbesitzanteil 1958 abgezogen - 7,647 Mrd. DM ./. 2,753 Mrd. DM = 4,894 Mrd. DM. Es muss also eine Zunahme des Schachtelbesitzes um 6,922 Mrd. DM (Stand 1960) ./. 4,894 Mrd. DM = 2,0284 Mrd. DM stattgefunden haben. Bezogen auf den Kapitalbestand von 1958 ergibt sich damit eine Steigerung des Schachtelbesitzes um knapp 8 %.

(2) Der Umwandlungsbetrag wird dem Schachtelbesitzanteil des Jahres 1960 hinzugezogen (6,922 Mrd. DM + 2,753 Mrd. DM = 9,675 Mrd. DM). Der Anteil des Schachtelbesitzes läge dann bei 31,7 %, also um knapp 9 % über dem in der Tabelle ausgewiesenen Anteil des Jahres 1960.

Die wachsenden Bedeutung des Schachtelbesitzes wird jedoch erst vollends klar, wenn neben den jeweiligen Einzelbeträgen der Beteiligungen die kumulierten Beträge aufgeführt werden.[2] Danach waren 1958 264 Aktiengesellschaften

---

steht. Vgl. dazu H. Meyer, Organschaftsreform - ein Bumerang, in: Die Welt vom 17.10.1961

1) Die Kapitalgesellschaften im Jahre 1959, a.a.O., S. 165. Die Kapitalgesellschaften im Jahre 1960, a.a.O., S. 171

2) Wenn z.B. ein Unternehmen zu je einem Drittel im Besitze dreier Aktiengesellschaften liegt, dann werden diese drei Beteiligungen in der Spalte a) der Tabelle Nr. 16 einzeln unter dem Anteilssatz 25-50 % ausgewiesen. Häufig liegt aber - wie in dem gewählten Beispiel - stimmenmässig eine vollständige Weisungsgebundenheit vor. Zur Verdeutlichung dieses Tatbestandes ist die Spalte b) in die Tabelle aufgenommen worden. Sie wirft kumulierte Beteiligungen aus. Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften 1960, a.a.O., S. 283

mit 3,672 Mill. DM Nominalkapital vollständig im Besitz von anderen Gesellschaften; im Jahre 1960 wurden nurmehr 226 Aktiengesellschaften mit 2,295 Milliarden Grundkapital 100 %ig in anderem Besitz festgestellt. Es liegt darum die Vermutung nahe, dass der grösste Teil des umgewandelten Nominalkapitals aus diesen Gesellschaften stammt, denn von 1958 - 1960 haben die Beteiligungen bis unter 100 % am Nominalkapital einzelner Aktiengesellschaften kräftig zugenommen.[1)]

3. Die Entwicklung des Dauerbesitzes

Als Dauerbesitz werden Oeffentlicher Besitz, Auslandsbesitz und sonstiger Dauerbesitz (Gesellschaften mbH, Investmentgesellschaften etc.) erfasst. Unter Ausschaltung des Schachtelbesitzes[2)] - wenn unterstellt wird, dass das Aktienkapital der Muttergesellschaften in Höhe ihrer Beteiligungen unmittelbar an die Tochtergesellschaften weitergeleitet wird - ergibt sich folgendes Verhältnis von Dauerbesitz zu Streubesitz als das am Kapitalmarkt aufgenommene Aktienkapital:

Tabelle Nr. 17: Das Verhältnis von Dauerbesitz zu Streubesitz an dem um den Schachtelbesitz bereinigten Grundkapital deutscher Aktiengesellschaften

Jahre	1936	1956	1958	1960
Prozentuale Anteile des Dauerbesitzes	41 %	46 %	56 %	54 %
Streubesitzes	59 %	54 %	44 %	46 %

Quelle: Errechnet aus den angegebenen Werten in Tabelle Nr. 15, S. 171.

1) Die Gesamtanteile von Aktiengesellschaften an anderen Aktiengesellschaften bei einem Anteilssatz bis unter 100 % betrugen 1958 4,694 Mrd. DM Nominalkapital gegenüber 1960 nurmehr 5,431 Mill. DM.

2) Bereinigtes Grundkapital im Sinne von Seite 174.

Die Tendenz bis 1958 ist deutlich: Starke Zunahme des Dauerbesitzes bei analoger Abnahme des Streubesitzes. Was ab 1958 geschieht, rechnet sich die Bundesregierung irrtümlich als bewiesenen Erfolg ihrer sozialpolitischen Eigentumsprogrammes im Sinne einer Vermögensumschichtung zu. Im Grunde ist diese Entwicklung jedoch der Ausdruck für zwei andere Sachverhalte:

(1) Die Heranziehung weiterer Kreise an den Aktienmarkt resultiert aus der Hoffnung, an den starken Kursaufwärtsentwicklungen in der Spekulationsphase zu partizipieren.[1)]

(2) Da die Kapitalerhöhungen stimuliert durch die Chance einer umfangreichen Agio-Bildung infolge möglicher hoher Emissionskurse in erheblichem Umfange bei den Publikumsgesellschaften lagen,[2)] kann von einer Vermögensumschichtung nicht gesprochen werden, sondern - und das ist der Ausdruck für den tatsächlichen Sachverhalt - von einer nur weiteren Aufspaltung der Besitzstruktur bei diesen Gesellschaften.

Daraus ist zu erkennen, dass sich in dem Verhältnis von Dauer- und Schachtel- zu Streubesitz auch hier eine weitere Verhärtung der Besitzverhältnisse verbirgt und sich im Bereiche des Dauerbesitzes unbemerkter eine zunehmende Besitzkonzentration vollzogen haben kann.

a. Dauerbesitz der Oeffentlichen Hand

Der öffentliche Besitz hat abgesehen von der Ausgabe von Volksaktien[3)] auf die Börsenkursentwicklung einen uner-

1) Wie wenig die neuen Aktionäre (Volksaktionäre) eigentumsbewusst sind, wird deutlich an der Verlaufswelle der Volkswagen-Aktien im September1961 nach Ablauf der halbjährigen Spekulationsfrist. Die Kurse sanken am Stichtage bei sonst sehr fester Börsenhaltung um ca. 80 %.

2) vgl. S. 173, Fussnote 2.

3) Die Ausgabe von Volksaktien ist an der Börse tendenzbestimmend gewesen. Diese Tatsache erstaunt aus zwei Gründen:
(a) Der Betrag der bisher ausgegebenen Volksaktien macht nur wenig mehr als 1 % des Kurswertes aller an den Börsen gehandelten Aktien aus. (Pressedienst der SPD-Fraktion Nr. 299, vom 2.11.1960.
(b) Bei der Ausgabe von Volksaktien sind nur knapp 1,4 Mil-

heblichen Einfluss gehabt. Der prozentuale Anteil dieser Gruppe am gesamten Aktienkapital ist über die Zeit konstant geblieben. Das verrät, dass - bei einer fast gleichen Anzahl von Aktiengesellschaften (326 Aktiengesellschaften in 1958 und 315 in 1960) - der Anteilsbetrag in dem Verhältnis gestiegen ist, in dem das Nominalkapital aller Aktiengesellschaften zugenommen hat. Dabei hat es sich um keinen kursbeeinflussenden, anonymen Auf- oder Zukauf an der Börse gehandelt, sondern um Kapitalerhöhungen, Umwandlungen und Zusammenlegungen bei und von Aktiengesellschaften, die auf die Eigentumsstruktur insgesamt keinen Einfluss hatten.

b. Dauerbesitz des Auslandes am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften

Die Beteiligung des Auslandes am deutschen Aktienkapital hat zwei Aspekte: spekulative[1)] und anlagebetonte. Erstere haben die Kursentwicklung zwar nachhaltig beeinflusst, von Interesse sind bei einer Untersuchung über die Kursbeeinflussung seitens Grossaktionären nur die anlagebetonten Engagements. Sie - und nur sie - werden in den Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes ausgewiesen.

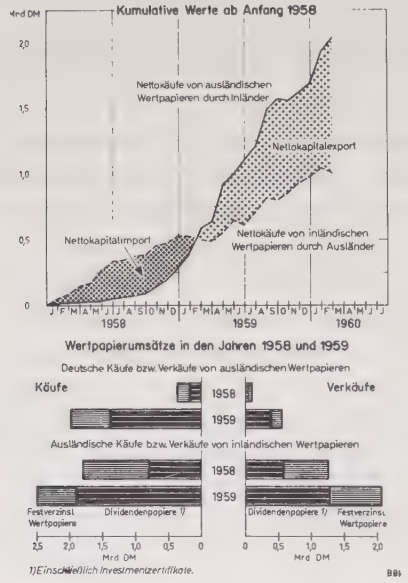
---

liarden DM bewegt worden. Eine Verteilung dieses Betrages über vier Jahre - Vorlage des ersten Gesetzesentwurfes für Volksaktien - entspräche einer Eigentumsbildung von 350 Millionen DM jährlich, unterstellt, dass es sich nicht um eine reine Verschiebung in der Sparanlageform handelt; dieser Betrag fällt gegenüber dem jährlichen Zuwachs an Produktivvermögen nicht ins Gewicht. Kurt Hirche, Das Experiment der Volksaktie, Köln 1961, S. 229.

1) Spekulative Engagements beziehen sich vor allem auf internationale hot-money-Bewegungen, die unter Ausnutzung irgendeines Gefälles kurzfristig profitieren wollen. Es gibt einen Unterschied: Die spekulative Arbitrage transferiert bevor ein Gefälle vorhanden ist in der Hoffnung auf ein solches, die reale Arbitrage nutzt ein bestehendes Gefälle aus. Die Art des Gefälles kann politischen, wirtschaftlichen (Zinsunterschiede) Ursprungs sein und vieles andere mehr.

Nach der Liberalisierung des Kapitalverkehrs hatte das Ausland völlige Freiheit, deutsche Aktien zu kaufen, ebenso wie umgekehrt Deutsche Anteile an ausländischen Kapitalgesellschaften erwerben konnten (vgl. dazu Graphik Nr. 12). Die Situation war für die deutsche Wirtschaft neu und nicht problemlos, weil sie zu einem Verkauf von Beteiligungen an deutschen Kapitalgesellschaften hätte

Graphik Nr. 12: Wertpapiertransaktionen mit dem Ausland



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 1960/3, S. 27.

führen können.[1] Die grösste Ueberfremdungsgefahr drohte von Amerika, weil dort in ganz anderen Grössenordnungen

1) Vgl. dazu: US-Kapital in Europa, in: Der Spiegel, 1961/42, S. 70ff.

gerechnet wird als an den deutschen Börsen.[1] Die unter diesem Gesichtspunkt geäusserten Bedenken gegen die Vorschläge zur grossen Aktienrechtsreform haben ihre Berechtigung: Die Demokratisierung des Aktienrechtes passt zur Vorstellung, die in einem geschlossenen Handelsstaat gelten mag, der politisch und administrativ von der Regierung gelenkt wird, jedoch nicht mehr in eine Zeit wirtschaftlicher Integration und liberalisierten Kapitalverkehrs; gerade in ihr scheint es notwendig zu sein, weil sich die Beteiligungsverhältnisse der Wirtschaft über den nationalen Raum hinaus schnell ändern können, im Sinne einer konstanten Unternehmenslenkung die Vorstandsmacht zu stärken.

Die verfügbaren Zahlen (Tabelle Nr. 18) zeigen für den Zeitraum von 1956-1960 eine deutliche Zunahme des feststellbaren[2] ausländischen Beteiligungsbesitzes an deutschen Aktiengesellschaften (DM 1,6 Milliarden Nominalkapital). Bestimmt sind dadurch die Börsenkurse nach oben gezogen worden; das Ausmass dieses Einflusses lässt sich jedoch nicht einmal abschätzen.

Gemessen am Streubesitz hatte der ausländische Dauerbesitz einen Anteil von 24 % in 1956 und jeweils 35 % in 1958 und 1960. Bei dem starken Zuwachs des Streubesitzes zwischen den beiden letzten Erhebungszeitpunkten erstaunt

---

1) Für den Erwerb einer zehnprozentigen Beteiligung an der General Electric Company müssten in Deutschland beispielsweise DM 3 Mrd. aufgebracht werden, während eine amerikanische Beteiligung an der AEG gleicher Höhe nur rd. 30 Millionen US-Dollar erfordern würde (Kursstand Juni 1959). Ringleb, Auslandskapital und Aktienrechtsreform, in: Industriekurier, Nr. 83 v. 30.5.1959

2) Denkbarer, jedoch nur in Einzelfällen nachweisbarer Auslandsbesitz an deutschen Aktiengesellschaften liegt z.B. dann vor, wenn eine in ausländischen Händen befindliche GmbH an inländischen Aktiengesellschaften beteiligt ist. Dieser Betrag wird zwar in der Tabelle Nr. 15 (S. 171)unter Sonstige Kapitaleigner mitausgewiesen, ist aber als Auslandsbesitz nicht erkennbar.

Tabelle Nr. 18: Festgestellter Dauerbesitz des Auslandes

Wohlsitz bzw. Geschäftssitz d.ausländischen Kapitaleigners	Zahl der Aktiengesellschaften			deren Nominalkapital			darunter Anteil des Auslandes		
	Fälle			in Millionen DM					
	1956	1958	1960	1956	1958	1960	1956	1958	1960
USA	40	54	61	964	1350	2542	731	954	1365
Niederlande	29	29	26	769	694	1000	490	634	932
Grossbritannien	24	32	29	418	862	860	345	524	422
Schweiz	55	82	93	1202	1456	2447	209	348	416
Frankreich	12	15	18	250	269	921	162	198	215
Uebrige Länder	55	56	69	1086	1032	1134	317	387	500
Insgesamt	204[1]	249[1]	264[1]	4235	5193	7951	2254	3045	3850

1) Gesellschaften, an denen Aktionäre verschiedener Gruppen beteiligt sind, sind hier nur einmal gezählt.

Quelle: Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, a.a.O., 1957, 1959, 1961.

die konstant gebliebene Beteiligung des Auslandes. Hierin liegt die Bestätigung, dass bei den grossen Kapitalerhöhungen des Jahres1960 mehr aus- als inländisches Kapital Anlage suchte. Aus zwei Gründen ist die Bedeutung des Auslandsbesitzes für die Kursgestaltung grösser, als es die Zahlen der nominalen Beteiligung widerspiegeln könnten:

(1) Der Zahl nach hat sich das Interesse des Auslandes auf einen fast gleich gebliebenen Kreis von Aktiengesellschaften gerichtet. Es war in den aufeinanderfolgenden Jahren zu 53 %,

1) Im Jahre 1960 machte der Auslandsanteil bei den Kapitalerhöhungen von 17 Grossunternehmen mehr als 0,7 Milliarden DM aus.

59 % und 48 % durchschnittlich an einer inländischen Aktiengesellschaft beteiligt.[1] Aus diesem Verhältnis von Beteiligungskapital zum Grundkapital kann auf die Möglichkeit zu einer wirtschaftlichen Kontrolle - Verfügungsgewalt - geschlossen werden.

(2) Da die Aktiengesellschaften nur einmal erfasst werden, ist keine Aussage über die weiteren Verflechtungen der gezählten Aktiengesellschaften untereinander möglich[2] (sekundärer Auslandsbesitz als Schachtelbesitz), wobei jedoch darauf hinzuweisen ist, dass der Auslandsbesitz an Beteiligungsgesellschaften und Holdings gering war.

---

1) Nach einer Untersuchung (Die Zeit Nr. 29 v. 28. 6. 1960) an Hand der von der Commerzbank AG herausgegebenen Broschüre: Wer gehört zu wem? (1959) haben sich für das Jahr 1959 im einzelnen folgende ausländische Kapitalbeteiligungen an Unternehmen in der Bundesrepublik feststellen lassen:

Land bzw. Ländergruppe	Zahl d.Unternehmen mit Ausl.-beteiligung	Gesamtkap.d. Untern. mit Auslandsbeteiligung Mill. DM	Zahl d.Untern.,bei denen Höhe d.Ausl.beteiligung bekannt	Durchschn. Beteilig. an d.Unternehmen,bei denen Höhe d.Ausl.beteiligung bekannt	Zahl der Unternehmen mit Ausl.bet. mit Kapital bis 10Mill. DM
Frankreich	34	446,2*	19	55 v.H.	18
Italien	6	16,4	5	80 v.H.	6
Benelux	114	1879,9	80	54 v.H.	76
England	54	2312,7	34	70 v.H.	36
Skandin.	19	66,8	13	84 v.H.	18
Oesterr.	5	63,5	5	28 v.H.	4
Schweiz	98	977,0	57	64 v.H.	70
USA+Kanada	121	1922,08	77	91 v.H.	95
Marokko	4	13,0	1	72 v.H.	4

* plus Unternehmen mit ffrs.-Kapital.

2) F.W. Meyer/H. Gröner, Internationale Konzentration, in: Konzentration, a.a.O., S. 780.

III. Grossaktionäre kraft (Verfügungs-) Macht

1. Grundsätzliches

a. Problemstellung und Erfassungsschwierigkeiten

Bei der Erfassung der Verfügungsmacht können sowohl die relativen wie die absoluten Messverfahren versagen, weil und sofern sie - wie z.B. die Macht der Manager - eine Frage des persönlichen Einflusses und Ansehens ist.[1)2)] Wirtschaftliche Macht ist jedoch ein Faktor, der gerade bei der Erklärung der Börsenkurse als e i n Ausdruck der ökonomischen Wirklichkeit unter dem Einfluss der Umwandlungsgesetzgebung herangezogen werden muss. Dabei handelt es sich vornehmlich um eine wirtschaftliche Macht, die über die ihr eigene Eigentumsbasis hinaus - oder überhaupt ohne eine solche - eine zusätzliche, ökonomische Bedeutung erlangt.[3)] Es ist einzusehen, dass solche Machtpositionen nicht ohne weiteres quantitativ erfassbar sind, jedoch auch zu verstehen, dass

1) H. Arndt/G. Ollenburg, Begriff und Arten der Konzentration, in: Konzentration, a.a.O., S. 18.

2) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 33: "Durch die Aufsichtsrats- und Kreditverflechtungen aber zwischen den Grossunternehmen der Industrie und der Banken entstehen echte Machtpositionen".

3) Aehnlich wird der Begriff bei anderen gefasst: Machtkonzentration (Sombart)[a)], Herrschaftskonzentration (Keiser)[b)], Konzentration der persönlichen Wirtschaftsmacht (Huppert)[c)], Personelle Konzentration (Arbeitsgemeinschaft selbständiger Unternehmer)[d)] zit. nach H. Arndt/G. Ollenburg, ebenda.

   a) W. Sombart, Die Ordnung des Wirtschaftslebens, Enzyklopädie der Rechts- und Staatswissenschaft, Abteilung Staatswissenschaft, Band 35, Berlin 1925.
   b) G. Keiser, Die kapitalistische Konzentration, Beiträge zu ihrer Theorie und Begriffsbildung, Berlin 1931.
   c) W. Huppert, Monopol und Konzentration, Jahrbuch für Sozialwissenschaften, Bd. 1 (1950), S. 245ff.
   d) Arbeitsgemeinschaft selbständiger Unternehmer (Hrsg.), Uebermässige Konzentration, ihre Gefahren und Möglichkeiten ihrer Eindämmung, Bonn 1959.

möglicherweise aus anderen zahlenmässig bestimmbaren Tatbeständen auf das Vorliegen einer Machtkonzentration zu schliessen ist.[1)]

Es ist sicher, dass nur aggressiv angelegtes Kapital der Vermögensträger von Verfügungsmacht sein kann; ist sie eine Resultante aus der hier in Frage stehenden Konzentration von Aktienbesitz, führt sie in das Grenzgebiet von unterscheidbarer Unternehmens-, Eigentums- und Machtkonzentration. Kurswirksame Machtpositionen innerhalb von Aktiengesellschaften entstehen nicht ausschliesslich praeter et contra legem, sondern werden ausserdem gerade durch das Aktienrecht ermöglicht. Hier wird überdeutlich - und zwar nicht nur durch das Auseinanderfallen von Rechtsschein und Wirklichkeit im Aktienrecht,[2)] dies ist nur ein Ausdruck dessen - wie der kapitalistische Prozess sein eigenes, institutionelles Gerüst innerhalb der Bezirke der grossen Unternehmungseinheiten attackiert.[3)]

Verfügungsmacht ist unter Beachtung ihrer Entstehung nur in zwei Fällen denkbar:

(1) Verfügungsmacht, die unabhängig von Eigentum vorkommt und nur in der ausschliesslichen Zusammenfassung von Rechten und Kompetenzen vorkommt.

(2) Verfügungsmacht, die zusätzlich entsteht, weil sie auf Grund einer ursprünglich adäquaten Eigentumsbasis einen umfassenderen Einflussbereich gewährleistet.

---

1) W.A. Jöhr, Die Konzentration als Problem der Theorie der Wirtschaftspolitik, in: Konzentration, a.a.O., S. 1297.

2) E. Salin, Soziologische Aspekte der Konzentration, a.a.O., S. 37, "Genauso wie das Aktienrecht, genauso erheben sich Schlagwörter fort, auch wenn gar keine Realität mehr ihnen entspricht".

3) J.A. Schumpeter, Capitalism, Socialism and Democracy, New York 1942, deutsch: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2. Aufl. Bern 1950, S. 228.

Unter diesen beiden Gesichtspunkten ist die wirtschaftliche Macht zu untersuchen, soweit sie sich im Bereiche der Aktiengesellschaften manifestiert.

b. Eigentumslose Verfügungsmacht

Die Verfügungsmacht des Aktionärs ist kraft seiner Eigentümerstellung ein zwangsläufiges Delegat seines Aktienbesitzes.[1] Für das Verständnis der eigentumslosen Verfügungsmacht ist gedanklich eine Spaltung der bisher als eine Einheit aufgefassten Aktionärsrechte vorzunehmen. Sie fallen auseinander in eine obligatorische Forderung auf einen Vermögenswert und in ein dem Eigentum inhärentes Herrschaftsrecht als Anspruch auf die Verfügungsgewalt über unmittelbaren Vermögensbesitz. Da erfahrungsgemäss nur ein beschränkter Kreis der Aktionäre das Stimmrecht auf den Hauptversammlungen selbst auszuüben pflegt,[2][3] wurde diese Trennung in der Praxis durch die Möglichkeit der Stimmrechtszession iuristisch vollzogen. Das ist die eine Seite, auf der die Bildung von eigentumsloser Verfügungsmacht durch die Vereinigung von Stimmrechten - zumeist aus Streubesitz - vieler Eigentümer in wenigen eigentumslosen Händen gesammelt wird.

Auf der andern Seite wird für die Bildung von dieser eigentumslosen Verfügungsmacht die innere Organisation der Aktiengesellschaft verantwortlich gemacht. Eine Kritik an ihr ist deswegen unverständlich, weil damit zwangsläufig die

1) Das ist der Kernsatz aller iuristischen Argumentationen für eine Besserstellung der Kleinaktionäre, der dann auch meist an der ökonomischen Wirklichkeit vorbeiführt.

2) W. Valenthin, Die Stimmrechtsausübung durch Banken (sogenanntes Depotstimmrecht), in: Die Aktiengesellschaft (1959), S. 149.

3) Das trifft auch heute noch zu, wenn auch bestimmte Beobachtungen - vor allem eine zahlenmässig grössere Anwesenheit aber keineswegs qualifizierterer Aktionäre auf den Hauptversammlungen -, die jedoch nur zu denken Anlass geben können, auf einen Stilwandel der Aktionärsversammlungen schliessen lassen. B. Baehring, Stilwandel der Aktionärsversammlung, in: Handelsblatt, Nr. 82 v. 29.4.1960.

Institution der Aktiengesellschaft insgesamt in Frage gestellt wird. Das soll heissen: Je mehr Anteile einer Aktiengesellschaft sich in vielen Händen befinden, je mehr muss sich auf Grund des aktiendemokratischen Prinzips die Verfügungsgewalt über das Aktionärseigentum den Führungsorganen der Gesellschaft übertragen.[1] Diese Konsequenz ergibt sich zwangsläufig aus dem Wesenswandel der Aktiengesellschaft.[2] Es kann nicht das Ziel einer Aktienrechtsreform sein, durch gesetzgeberische Beschränkungen den unternehmerischen Bereich einzuengen und die wenigen noch in unternehmerischer Eigenverantwortlichkeit möglichen Entscheidungen enger an den Beschluss der Hauptversammlung zu binden. Dann würde eine politische Entscheidung (Volkseigentum) iuristisch präzisiert, die an der ökonomischen Wirklichkeit vorbeigeht.

c. Aus Eigentum resultierende zusätzliche Verfügungsmacht

Das Aktiengesetz basiert auf einer isoliert gedachten, wirtschaftlich selbständigen und sich selbst verwaltenden Gesellschaft[3)4)5)]. Der Masstab für den Beherr-

1) Diese Situation findet sich ebenso in den USA. Ihr äusseres Kennzeichen sind die - mit hohen Kosten verbundenen - Stimmrechtsvollmachtskämpfe (The Great Proxy Fights) gegen die Verwaltungen, die erfahrungsgemäss nur von nennenswerten Minderheiten aufgenommen werden. Die Voraussetzungen sind hier insofern andere, weil nach dem Proxy-Stimmrecht die Aktionäre ihre Stimmen den Verwaltungen übertragen können, denen es bei den vorherrschenden Namensaktion leicht fällt, bei ihren Aktionären,deren Adressen ihnen bekannt sind,Vollmachten einzuholen. J. Brooks, The Seven Fat Years, New York 1954, S.5ff. Dazu siehe auch B.v.Falkenhausen, Die amerikanische Aktionärsdemokratie, in: Die Aktiengesellschaft (1960), S. 91 und 122. Im Gegensatz zum deutschen Aktionär ist der amerikanische zu einer persönlichen Entscheidung über die Ausübung seines Stimmrechtes gezwungen. Zu diesem Ergebnis kommt auch E.v. Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, a.a.O., S. 62.

2) vgl. S. 153ff.

3) H. Winter, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, Köln 1960, S. 2.

4) Quassowski, in: Iuristische Wochenzeitschrift 1931, S. 2914 und 2918, sagt treffend, dass auch die Aktienrechtsverordnung vom 19. September 1931 (RGBl I 1931, S. 493) an der "nichtverflochtenen Gesellschaft festhielt und nur einzelne Auswirkungen des Verhältnisses zwischen herrschender und abhängiger Gesellschaft" erfasste.

5) Auch das Aktiengesetz vom 30. Januar 1937 (RG Bl I 1937,

schungsgrad und damit für die über die eigentliche Eigentumsbasis (Aktienbesitz an einer Gesellschaft) hinausgehende, wirtschaftliche Verfügungsmacht ist die aktienrechtliche Zuständigkeitsregelung (direkte zusätzliche Verfügungsmacht).

Die Diskrepanz zwischen einer Ausgestaltung des Aktienrechtes in diesem Sinn und dem ökonomischen Tatbestand einer zunehmenden Unternehmensverschachtelung gibt die Möglichkeit zur Schaffung praelegaler Machtkompositionen.[1] Sie benötigen primär auch eine bestimmte Eigentumsbasis, garantieren aber sekundär unter der Voraussetzung einer geschickten Anlageverteilung einen umfassenderen als den ihr adäquaten Einflussbereich (indirekte zusätzliche Verfügungsmacht).

Die daraus resultierenden Probleme sind die bisher unbewältigten Aufgaben für eine Neuregelung des Aktienrechtes.[2]

Das Verständnis für den so beschriebenen, komplexen Sachverhalt soll durch eine Aufzeichnung von zwei durchaus realtypischen Denkmodellen geweckt werden.[3]

S. 107) basiert auf einer in sich unabhängigen, wirtschaftlich selbständigen Unternehmenseinheit. K. Ballerstedt, Gesellschaftrechtliche Probleme der Unternehmenskonzentration, in: Konzentration, a.a.O., S. 871ff.

1) Bekanntes Beispiel ist die Umgehung der Vorschriften über das Erwerbsverbot und das Stimmrechtsverbot für eigene Aktien durch Einschaltung einer Tochtergesellschaft. vgl. dazu S. 193.

2) H. Rasch, Gesellschaftsrechtliche Massnahmen im Konzernrecht, Gutachten für den 42. DJT, Bd. I 3, Tübingen 1957, S. 9.

3) Die typischen Erscheinungsformen der wechselseitigen Verflechtung in der wirtschaftlichen Praxis sind von H. Winter (Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 4) nachgezeichnet worden.

(1) Denkmodell für die Entstehung von zusätzlicher direkter Verfügungsmacht.[1)]

Zwei Aktiengesellschaften mit dem gleich hohen Grundkapital N, X AG und Y AG, zeigen folgende Besitzstruktur: Der Grossaktionär A hält etwas mehr als fünfzig Prozent der Anteile der Y AG in seinen Händen, die wiederum etwas mehr als fünfzig Prozent der Anteile an der X AG besitzt. Damit verfügt Grossaktionär A mit einem ursprünglichen Kapital von N/2 über ein Vermögen von 2N[2)]. Die einfache Rechnung zeigt eine zusätzliche Verfügungsmacht zum ursprünglichen Eigentum von 3/2N. Der Grossaktionär A hat die Möglichkeit zu einer legalen

---

1) Die Entstehung von Verfügungsmacht als Resultante der aktienrechtlichen Zuständigkeitsregelung ist der einfachste Fall für das Denkmodell der zusätzlichen direkten Verfügungsmacht. Dieses wird insofern erweitert, als eine Beteiligung ersten Grades - eine solche zwischen zwei selbständigen Aktiengesellschaften - als primitivste Form der Verschachtelung miteinbezogen wird. Auch hier haben die aktienrechtlichen Zuständigkeitsregelungen Gültigkeit; sie verbriefen nach der Höhe der Beteiligung an einer Aktiengesellschaft im einzelnen folgende Rechte und bilden damit die Grundlage zur Berechnung der Façonwerte:

5 %:	Anfechtungsminderheit (§§ 106,2/122,2/112, 1/198,2/206,2).
10 %:	Minderheit (§§ 125,7/136,2/236 in Verbindung mit 238,2).
10 % - 25 %:	Prüfungsminderheit (§ 118,2).
25 % - 50 %:	Sperrminorität (§ 30,9).
50 % - 75 %:	einfache Majorität (§§ 48,1/88,5/103,1/117,3/122,1).
über 75 %:	qualifizierte Majorität (§§ 30,1/45,4/84,4/87,2/146,1/149,1/153,3/160,1/169,2/171,1/174,1/203,2/215,1/234,2/255,1/257,2/263,2).

2) Natürlich würde die Beteiligung an der X AG zu einer Höherbewertung der Anteile der Y AG an der Börse führen. Das bleibt im folgenden unbeachtet.

Erweiterung seines wirtschaftlichen Einflussbereiches via Kapitalerhöhung, wenn er seine Verfügungsmacht auf eine dritte Z AG, ebenfalls mit dem Grundkapital N, ausdehnen will.[1] Ihm stehen zwei Wege offen, um seine Liquidität bei diesem Vorhaben entweder gar nicht oder in Bezug auf die erhöhte Verfügungsmacht unverhältnismässig wenig zu beanspruchen.[2]

(i) Es wird bei der Y AG eine Kapitalerhöhung durchgeführt,[3] die ihr eine Eigenkapitalverbreiterung um N/2 gibt. Dieser Betrag wird für eine fünfzig prozentige Beteiligung an der Z AG aufgewendet, die nunmehr auch von Grossaktionär A beherrscht wird. Dafür hat er zwecks Ausübung seines Bezugsrechtes und somit Aufrechterhaltung seines Verwaltungseinflusses N/4 Kapital bereitstellen müssen. In diesem Fall gewährleisten ihm N/4 Eigentum einen zusätzlichen Einflussbereich von über 3/4N.

(ii) Es wird bei der X AG eine Kapitalerhöhung durchgeführt, die ihr eine Eigenkapitalverbreiterung um N/2 gibt. Dieser Betrag wird jetzt für eine Beteiligung von fünfzig Prozent an der Z AG aufgewendet. Der Grossaktionär kann also unter Umgehung jeglicher eigener finanzieller Belastung seinen Einflussbereich ausdehnen, indem er die ihm hörige Y AG die erforderlichen Mittel aufbringen lässt, die - für eine Beteiligung an der Z AG angelegt - ihm den gewünschten Einflussbereich sichern.

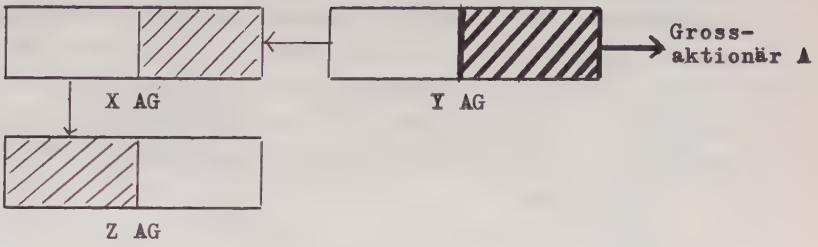
---

1) Dabei ist die Beweisführung, die eine Erfüllung des Tatbestandes nach § 101 AktG schlüssig machen könnte, schwierig (§ 101 AktG: Handeln zum Schaden der Gesellschaft zwecks Erlangung gesellschaftsfremder Vorteile.).

2) Da die Denkmodelle nur den Tatbestand der Verfügungsmacht erhellen sollen, wird stark vereinfachend konstruiert. Aus diesem Grunde bleiben auch die Fragen der Bezugsrechtshöhe und des Bezugsverhältnisses ungeklärt.

3) Die ökonomische Wirklichkeit wird hier nicht zu Gunsten einer Aussagefähigkeit des Modells verfälscht, wenn unterstellt wird, dass die nach dem AktG erforderliche qualifizierte Mehrheit von 75 % für eine Kapitalerhöhung (§ 149,1 AktG) unter Zuhilfenahme der durch Banken vertretenen Stimmrechte erreicht wird.

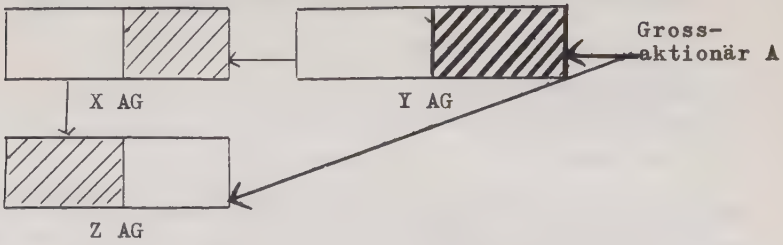
(2) Denkmodell für die Entstehung von zusätzlicher indirekter Verfügungsmacht.



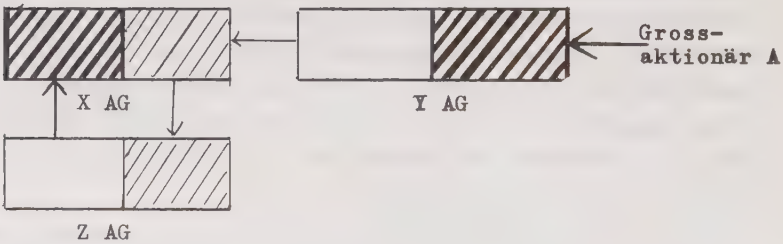
Ausgangspunkt ist hier die Situation im ersten Denkmodell nach der Kapitalerhöhung und der Anlage der daraus entstandenen Mittel in fünfzig Prozent der Anteile an Z AG. Damit wird die Ueberleitung zwischen den beiden Grundtypen klar. Hinsichtlich der zusätzlichen Verfügungsmacht zeigen sich bei dem im zweiten Modell angedeuteten Holdingprinzip die Vorteile einer zunehmenden Verschachtelung für den Grossaktionär: Je weiter sich die Beteiligungen der Aktiengesellschaften kettenartig von der durch einen Grossaktionär beherrschten Dachgesellschaft entfernen, desto mehr ist die Möglichkeit gegeben, innerhalb des Konzerns Mittel zu beschaffen und so anzulegen, dass die Verfügungsmacht der Holdinggesellschaft und des an ihr beteiligten Grossaktionärs immer weiter über den Rahmen der ihr ursprünglich adäquaten Eigentumsbasis hinauswächst.

Das Prinzip ist klar, aber auch nicht mehr, denn in der Wirklichkeit bestehen sehr viele Misch- und Spezialfälle nebeneinander, die sich im Grunde jedoch alle auf diese beiden Modelle zurückführen lassen. Auf zwei besondere Mischformen ist noch hinzuweisen:

Denkbar ist ein Nebeneinander von indirekter und direkter zusätzlicher Verfügungsmacht. Der Grossaktionär A verstärkt seine direkte zusätzliche Verfügungsmacht über die Z AG beteiligungsmässig via Y AG und X AG auf indirektem Wege.



Ein anderer sehr häufig zu beobachtender Tatbestand ist die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften,[1] dem im Reg.Entw.[2] besonders Rechnung getragen wird. Sie wirkt in der Regel verstärkend auf die Entstehung von zusätzlicher indirekter Verfügungsmacht.



Die wechselseitige Beteiligung zwischen Z AGund X AG ist so gestaltet, dass der Beteiligungsbesitz beider Gesellschaften

1) Auf diese Tatsache wird insbesondere von R. Liefmann (Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1913, 5. Auflage, S. 80 und 108ff.) hingewiesen.

2) Vgl. Begründung zu § 316 des Reg. Entw.

gleich ist und beiden Gesellschaften die an sich zur Beherrschung der anderen ausreichende Stimmenmacht gewährt.[1] Zwar ist es nach § 51,2 AktG der Z AG untersagt, Anteile an der X AG zu erwerben, aber ein Verstoss gegen diesen Paragraphen hat nicht die Unwirksamkeit der Uebernahme zur Folge, sondern führt zu einer Haftung der Verwaltung aus §§ 84,3,3 und 99 AktG.[2] Auf diese Weise ist die Entstehung einer wechselseitigen Beteiligung, wenn auch verbotswidrig, so doch möglich.

2. Hinweise auf Möglichkeiten zu einer quantitativen Erfassung der eigentumslosen Verfügungsmacht.

a. Bei den Banken

Die Grundlage der eigentumslosen Verfügungsmacht bei den Banken ist die rechtliche Ausgestaltung des Depotstimmrechtes. Je nach den wirtschaftlichen oder politischen Interessen lagen, werden die Probleme des Depotstimmrechtes abweichend voneinander beantwortet.[3] Es ist erwiesen, dass

---

1) Dabei kann die Verschachtelungsintensität bei einer wechselseitigen Verflechtung so stark sein, dass eine neue verselbständigte Wirtschaftseinheit entsteht, die niemandem gehört. Dieser Tatbestand ist der sogenannten "Keinmann-Gesellschaft" des GmbH-Rechtes vergleichbar. H. Winter, Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 5. Ebenso Schilling, in: Iuristische Zeitung (1957),S. 531

2) Schilling, § 84 AktG, Anmerkung 26, in: Grosskommentar zum Aktiengesetz, herausgegeben von R. Fischer, Klug, W. Schmidt, Weipert unter Mitarbeit von Meyer-Landrut,2Aufl. Berlin 1957.

3) Das kann den verschiedenen Veröffentlichungen, die als Stellungsnahmen zum Reg.Ent. ergangen sind, im einzelnen entnommen werden:
G.Beine, Die Reform des Depotstimmrechtes unter besonderer Berücksichtigung der Kostenfragen, in: Die Aktiengesellschaft 1959, S. 179-183.
Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband des Bankgewerbes u.a., Gemeinsame Denkschrift zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Düsseldorf 1959, S.12-14 und 49-51.
U. Eckardt, Das Depotstimmrecht nach dem Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, in: Das Wertpapier 1958, S.588-591.
Ph. Möhring, Die Ausübung des Stimmrechtes durch Kreditinstitute im Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Beiträge zur Aktienrechtsreform, Heidelberg 1959, S. 87.
W. Vallenthin, Die Stimmrechtsausübung durch Banken, a.a.O.

nicht nur bei Publikumsgesellschaften, sondern in zahlreichen Fällen auch bei solchen Aktiengesellschaften, an denen Grossaktionäre beteiligt sind, die Entscheidungen in den Hauptversammlungen bei den eigentumslosen, aber stimmrechtsbesitzenden Banken lagen. Sie haben die Verteilung der Machtpositionen in der Hand. Auf der anderen Seite wird die Stimmrechtslücke, die durch die Abwesenheit des Streubesitzes auf Hauptversammlungen entstanden wäre, durch das Depotstimmrecht der Banken geschlossen. Die verschiedenen Interessen-lagen wurden klar: Eine Aenderung der bisherigen Regelung (§§ 113 und 114 AktG) wird von denen abgelehnt, die aus dem Depotstimmrecht eigentumslose Verfügungsmacht delegieren, aber von denen gefordert, die sich aus politischen Gründen mit den Kleinaktionären identifizieren müssen. Im Gegensatz zu der bisherigen Regelung sollen die Banken das Stimmrecht nur auf Grund einer Vollmacht ausüben können, die der Bank von den Depotkunden nach Einberufung der Hauptversammlung und bei Kenntnis der Tagesordnung erteilt worden ist (§ 128 Reg.Entw.).[1] Eine ihnen zugestandene, technische Vereinfachung liegt in der Zulassung eines einheitlichen Vollmachtsmusters. Dadurch wird die Konsequenz, die sich aus dieser Neuregelung für das Depotstimmrecht ergibt, nicht eingeschränkt: Die Banken werden bei der Ausübung der Depotstimmrechte zwar weisungsgebundener, ohne dass jedoch dadurch die strukturelle Schwäche des Depotstimmrechtes behoben werden könnte.[2] Sie besteht darin, dass die Interessen der Depotaktionäre uneinheitlich sind, auf den Hauptversammlungen aber seitens der Banken zu einer einheitlichen Willensäusserung zusammengefasst werden(müssen).

1) Auf die dabei entstehenden zusätzlichen Kosten macht der angeführte Beitrag von G. Beine, a.a.O., aufmerksam.

2) W. Strauss, Die Rechtsstellung des Aktionärs, in: Marburger Aussprache zur Aktienrechtsreform, Marburg 1959, S. 28.

Ebensosehr ist zu berücksichtigen, dass sich der Streubesitz wiederum auf eine Anzahl untereinander in Konkurrenz stehender Banken verteilt. Trotz dieses Tatbestandes, trotz des verbotenen Stimmenkaufes (§ 299 AktG) und der besonderen Bestimmungen über den Stimmrechtsmissbrauch (§ 300 AktG) wird die aus dem Streubesitz resultierende Gesamtverfügungsmacht praktisch nicht eingeschränkt.[1)]

Unter diesem Gesichtspunkt ist es möglich, die eigentumslose Verfügungsmacht der Banken aufbauend auf zwei Untersuchungen des Statistischen Bundesamtes zu quantifizieren.[2)] Sie liegen vor für die Jahre 1958 und 1960 und ermittelten den Depotbesitz an Aktien und Investmentzertifikaten. Mit 7,5 Mrd. DM in 1958 und 10,3 Mrd. DM decken diese Erhebungen fast vollständig die in der Beteiligungsstatistik ausgewiesenen Streubesitzanteile der Jahre 1958 (8,6 Mrd. DM) und 1960 (10,9 Mrd. DM).[3)] Die erheblich grössere Unterdekkung des Streubesitzes durch den Depotbestand der Banken im Jahre 1960 mit 0,6 Mrd. DM - gegenüber 0,3 Mrd. DM in 1958 - findet seine Erklärung darin, dass im letzten Erhebungszeitpunkt erstmalig die Investmentzertifikate ausgeschlossen werden konnten.[4)] Auf diesem Wege ist die Position der Banken aus eigentumsloser Verfügungsmacht eindrücklich belegt; natürlich gewährleistet sie - ähnlich wie bei der aus Eigentum resultierenden zusätzlichen Verfügungsmacht - einen grösseren Einflussbereich, wobei jedoch einschränkend darauf hinzuweisen ist, dass die 1,45 Millionen Depots der 1800 Kreditinstitute[5)], die an der Untersuchung teilnahmen, sich selbst wiederum in Anteile an verschiedenen Aktiengesellschaften aufspalten.

---

1) Anderer Meinung ist Wilhelm Vallenthin (Die Stimmrechtsausübung durch Banken, a.a.O.).

2) R. Berndsen, Der Depotbesitz an deutschen Aktien, in: Wista (1959), S. 417ff und Wista (1961), S. 339ff.

3) Vgl. Tabelle Nr. 15, S. 166.

4) Der Depotbesitz an deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, a.a.O., 1961/6, S. 339.

5) ebenda.

b. Bei den Investmentgesellschaften

Nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften[1] darf ein Fonds nicht mehr als 5 v.H. - mit besonderer Genehmigung der Bankenaufsichtsbehörde 7,5 v.H. - seines Vermögens in Werten derselben Gesellschaft anlegen und auch nicht mehr als 5 v.H. des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft besitzen. Zwar stellen diese Bestimmungen vor allem auf ein Mindestmass an Streuung des Risikos ab, sollen aber zugleich den Missbrauch einer Investmentgesellschaft zu Zwecken einer Stimmrechtsausübung in den Hauptversammlungen zugunsten bestimmter Interessen verhindern. Diese Regelung wird angesichts der engen Verbindungen zwischen Investmentgesellschaften und Banken[2] in dem gewünschten Sinn praktisch bedeutungslos, zumal diese nach § 9,1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften ihre Stimmrechte - allerdings weisungserteilend - durch Dritte ausüben lassen können. Die aus dem Fondsvermögen entspringenden Stimmrechte fliessen also den hinter den jeweiligen Gesellschaften stehenden Banken zu, auch dann, wenn die Investmenttrusts die Hauptversammlungen selbst besuchen. Die gesetzliche Lösung ist darum nur eine Scheinlösung,[3] die die Verfügungsmacht zwar

1) Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften v. 16.4.1957, BGBl I, S. 353.

2) Die bestehenden sechs deutschen Investmenttruste befinden sich im Besitz der fünf konkurrierenden Grossbankengruppen; dabei nimmt die Europa- und Uebersee-Kapitalanlagegesellschaft mbH als Fonds für europäische und aussereuropäische Werte des Bankhauses Hardy & Co. GmbH eine Sonderstellung ein, indem die guten Aussenhandelsbeziehungen von Hardy & Co. bei der genannten Fondsgründung im Inland geschäftlich verwertet wurden:

(1) Commerzbank Gruppe: Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH., München, mit einem Kapital von DM 2,5 Millionen.
(2) Deutsche Bank-Gruppe: Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH, Frankfurt/Main mit einem Kapital von DM 1,0 Millionen.
(3) Dresdner Bank: Deutscher Investment Trust, Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH, Frankfurt/Main, mit einem Kapital von DM 1,0 Millionen.
(4) Sparkassen: Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH, Düsseldorf mit einem Kapital von DM 0,5 Millionen.
(5) Volksbanken: Union-Investment Gesellschaft mbH, Frankfurt/Main mit einem Kapital von DM 1,0 Millionen.

Quelle: Wer gehört zu Wem? a.a.O.

3) V.C.Frank, Zur Problematik der Investmenttrusts, a.a.O., S.65.

iuristisch aufspaltet, insgesamt jedoch nicht einschränkt, sondern den Bankenvertretern eine zusätzliche Unterstützung auf den Hauptversammlungen gewährleistet.

Die oben genannte Bestimmung bezieht sich ausschliesslich auf die Kapitalanlage eines Fonds, nicht aber auf die Gesamtanlage einer Kapitalanlagegesellschaft, die ihrerseits wieder mehrere Fonds besitzen kann. So wird trotz der Beschränkung einer Fondsbeteiligung auf höchstens 7,5 v.H. an einer Aktiengesellschaft dennoch bei einer Kapitalanlagegesellschaft, die vier verschiedene Fonds herausgibt,[1] eine Gesamtbeteiligung von 30 % möglich sein.

Es braucht den Investmentgesellschaften bei diesen Ueberlegungen gar nicht unterstellt zu werden, dass eine grössere Beteiligung an einer Aktiengesellschaft unbemerkt an der Börse gekauft wird, um einen Einfluss auf die Unternehmensleitung zu gewinnen. Primär genügt allein die Absicht - wer sollte sie davon abhalten? -, ein sukzessiv gebildetes Paket gegebenenfalls mit dem notwendigen Façonaufschlag zu veräussern, wenn sich hierfür ein Interessent finden sollte. Allerdings gehören die Favoriten der deutschen Investmentgesellschaften meist zu dem Kreis der grossen Publikumsgesellschaften, erreichen aber auch hier beachtliche Beteiligungen[2] verbunden mit einer einflussgewährenden Verfügungsmacht. Es ist darum gar nicht notwendig,

---

1) Natürlich nur unter der vorauszusetzenden Zustimmung der Bankenaufsichtsbehörde gemäss § 9 KAGG. Folgende deutsche Investmentgesellschaften haben 4 und mehr Fondse herausgegeben:
Allgemeine Deutsche Investment Gesellschaft mbH (Fondra, Fondak, Fondis, Adifonds, Adiropa)
Deutscher Investmenttrust, Gesellschaf+ für Wertpapieranlagen mbH (Concentra, Thesaurus, Industria Transatlanta)
Union-Investment-Gesellschaft mbH (Unifonds, Uscafonds, Dekafonds, Allfonds)

2) Vgl. dazu V.C. Frank, Zur Problematik des Investmenttrusts, a.a.O., Tabelle Deutsche Investment-Favoriten, S. 67.

den Besitz sämtlicher Investmentgesellschaften zusammenzuzählen, um die Verfügungsmacht der daraus fliessenden Stimmrechte und deren Bedeutung in den Hauptversammlungen zu verstehen.[1)]

c. Bei den Aktionärsvereinen

Die Zusammenschlüsse von meist Kleinaktionären zu Aktionärsvereinen haben zwei Ursachen: Auf der einen Seite vertreten sie die Kleinaktionäre insgesamt gegenüber dem Gesetzgeber,[2)] auf der anderen nehmen sie Einfluss auf die Entscheidungen in den Hauptversammlungen bestimmter Aktiengesellschaften, wenn sich genügend Aktionäre dieser Gesellschaft zu einer Gemeinschaft zusammengeschlossen haben. In der Stimmrechtsausübung durch Dritte liegt die Gemeinsamkeit zwischen dem Depotstimmrecht der Banken und dem der Aktionärsvereine. Allerdings stellt die Verwahrung der Wertpapiere die Verbindung zwischen Banken und Aktionären her, während die Grundlage der Aktionärsvereine die eines freiwilligen Zusammenschlusses ist. Deswegen scheint eine verfassungsrechtliche Gleichschaltung nach § 129,7 Regierungsentwurf nicht vertretbar,[3)] die zu einer Selbstaufgabe der Aktionärsvereine zwingen würde. Denn, wenn sie wie bisher in bestimmten Hauptversammlungen Gewicht haben wollen, dürfen sie nicht mehr in allgemeinen Zeitungsaufrufen um Weisungen bitten; Ebenfalls dürfen nicht mehr die von den Banken ihren Depotkunden zugesandten Vollmachtsformulare an die Aktionärsvereine weitergegeben werden. Die neue Regelung sieht vor,

1) V.C. Frank, Zur Problematik des Investmenttrusts, a.a.O., S. 68.

2) Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, a.a.O., S. 7.

3) Hans-Jürgen Koppenberg, Vor dem Ende der Aktionärsvereine, in: FAZ, Nr. 119 vom 21.5.1960.

dass jeder, der sich zur Stimmrechtsausübung auf Hauptversammlungen anbietet, unter Entstehung grosser Kosten selbst um Weisungen bitten und im Zusammenhang damit über die Tagesordnung unterrichten muss. Wie weit diese Regelung über die wirtschaftliche Kraft der Aktionärsvereine hinausgeht, wird deutlich aus dem jährlichen Mitgliedsbeitrag der Kleinaktionäre - er schwankt zwischen DM 3.- und DM 15.- - und der Tatsache, dass jedes Mitglied Aktien von mindestens fünf Gesellschaften besitzt.[1] Wird der § 129 des Regierungsentwurfes vom Bundestag in dieser Form angenommen, dann ist die Frage nach der wirtschaftlichen Verfügungsmacht der Aktionärsvereine für die Zukunft negativ zu beantworten. Sie hat bisher bestanden und ist leider nicht immer im Sinne der Aktionäre ausgeübt worden.

Demgegenüber ist zu bedenken, dass nach der Regelung des Regierungsentwurfs den Banken ein bestimmter Vertragstypus vorgeschrieben und das Depotstimmrecht durch eine Einschränkung des Prinzips der Vertragsfreiheit diskriminiert wird.[2] Da aber Stimmrechtsermässigungen im Regierungsentwurf allgemein nicht untersagt sind, ist es nicht ausgeschlossen, dass sich nach amerikanischem Vorbild sog. voting-trusts bilden, die in den Händen finanzstarker Grossaktionäre zu einem Mittel wirtschaftlicher Verfügungsmacht werden könnten. Der Hinweis auf ein mögliches Interesse der Gewerkschaften bei der Ausgabe von Volksaktien ist berechtigt.[3]

---

1) Hans-Jürgen Koppenberg, Vor dem Ende der Aktionärsvereine, a.a.O.

2) U. Klug, Die Neuordnung des Bankenstimmrechtes, in: Festschrift für W. Schmidt, Berlin 1959, S. 48.

3) ebenda; vgl. ebenfalls E. Boesebeck, Rechtliche und soziologische Betrachtungen zur Aktienrechtsreform, in: Der Volkswirt (1954/38) S. 14; er beschreibt die Vorgänge auf amerikanischen Hauptversammlungen.

IV. Aktienrechtliche Möglichkeiten der Kursbeeinflussung

1. Das Problem der aktienrechtlichen Publizität

Das Aktienrecht - nicht nur das deutsche, sondern jedes - dient mit seinen betriebswirtschaftlichen Vorschriften über Bewertung und Bilanzgliederung, Rechnungslegung und Publizität anderer, informatorisch bedeutsamer Tatbestände dem Schutz des Gläubigers, dem des Aktionärs und der Orientierung des Kapitalmarktes. Unter dem Gesichtspunkt des Kapitalmarktes wendet sich die aktienrechtliche Publizität auch an die Oeffentlichkeit, gewinnt aber heute mit der Diskussion besonderer Sicherungen als Garant für die Wahrung des Gemeinwohls[1] in den Grossunternehmen einen neuen, zusätzlichen Akzent.[2]

Die Beobachtung des Aktienkursverlaufes im Berichtszeitraum verrät, dass die Börsenkurse hauptsächlich in der Konsolidierungsphase hinter den Geschäftswerten der Aktiengesellschaften zurückgeblieben sind. Da gerade in dieser Phase in hohem Masse Paketaufkäufe[3] stattfanden, darf zunächst vermutet werden, dass es sich hier seitens kapitalstarker Aktionäre um die Wahrnehmung eines Informationsvorteils handelte, der nach vollzogenem Paketaufkauf zu aktienrechtlich-bedingten Interessenverzerrungen führte. In einem grossen Teil der Gesellschaften hat das primär informationsbedingte Gegensatzpaar Insider-Outsider zwangsläufig sein aktienrechtliches Korrelat in einer schärferen Spaltung von Aktienmehrheiten und Aktienminderheiten finden müssen.

---

1) Gemeinwohl bedeutet Vermeidung von Massenentlassungen, Erhaltung bestimmter, durch Konjunkturschwankungen vorübergehend gefährdeter Unternehmen, Fortführung gesamtwirtschaftlich unentbehrlicher Produktionen trotz mangelnder privatwirtschaftlicher Rentabilität.

2) J. Esser, Die neue G- und V-Rechnung, in: Die Aktiengesellschaft, 1960/3, S. 60.

3) Vgl. dazu S. 131, Fussnote 2.

Die geschilderten empirischen Zusammenhänge werden nur verständlich, wenn das Prinzip der aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften im geltenden Aktiengesetz bekannt ist: Die Aktienrechtsreform der dreissiger Jahre stand unter der Hypnose der bis dahin bekannt gewordenen Fälle von aktienrechtlicher Untreue und Gläubigerschädigung. Alle betrügerischen Vermögensumschichtungen beruhten generell auf einer übertriebenen Darstellung der Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaften (Overstatement-Policy). Durch entsprechende Schutzvorschriften wurden die dazu notwendigerweise möglichen, legalen Manipulationen durch die Aktienrechtsnovelle vom 19.9.1931 (RGBl I S. 493) wirksam unterbunden; diese Bestimmungen gingen in das Aktiengesetz von 1937 ein. Seitdem ist das deutsche Aktienwesen von jenen Misständen praktisch ganz verschont geblieben.[1] Der Blick des Gesetzgebers war einseitig auf die Unterbindung der Overstatement-policy gerichtet und führte im Aktiengesetz von 1937 zu einer Art von "Gläubigerschutzbilanz" als Handelsbilanz der Aktiengesellschaft.[2]

Das Aktienrecht hat bei der Ausrichtung seiner Publizitätsvorschriften nach dem Vorsichtsprinzip die Gefahren einer Unterbewertung für den Aktionär verkannt[3] oder gar nicht gesehen, denn durch die Höchstbewertungsvorschriften des geltenden Aktienrechtes (§ 133 AktG) konnten aussenstehende Aktionäre durch zu niedrigen Ausweis des Vermögens und der Erträge veranlasst werden, ihre Aktien billiger zu verkaufen als es dem wirklichen anteiligen Geschäftswert entsprochen hätte (Understatement-policy). Das

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S. 950.

2) ebenda, S. 959.

3) W. Strauss, Die Aktienrechtsreform als ordnungspolitische Aufgabe, in: FAZ Nr. 49 v. 27.2.1960.

führt zwingend zu der Frage nach der Berechtigung von stillen Reserven; sie soll und kann hier nicht erklärt werden. Ebensowenig interessiert die Frage, ob mit der Schaffung stiller Reserven und einer ihr verbundenen Verschleierung der tatsächlichen Bilanzverhältnisse, um die Börsenkurse niedrig zu halten, der strafrechtliche Tatbestand des Betruges an den Aktionären, die so zur Aufgabe ihres Aktienbesitzes verleitet werden, erfüllt wird. Die Behandlung der stillen Reserven hat nur unter dem - quantitativ allerdings schwer nachweisbaren - Tatbestand effektiver Kursmanipulierung ihre Berechtigung.

Ein weiterer Ansatzpunkt zur Verschleierung der tatsächlichen Vermögens- und Ertragsverhältnisse bei Aktiengesellschaften wird in der ungenügenden Rechtsausgestaltung für den Jahresabschluss von Konzernunternehmen gesehen. Zwar liegt mit § 134 Abs. 2 AktG eine Ermächtigung des Reichsministers vor, für Konzernunternehmen Vorschriften über die Aufstellung des eigenen und über die Aufstellung eines gemeinschaftlichen Jahresabschlusses zu erlassen, jedoch ist von ihr bisher nicht Gebrauch gemacht worden.[1)2)] Es ist darum im Rahmen der Publizitätsvorschriften möglich, eine nach aussen unsichtbare Erfolgsverschiebung von einem Konzernglied zu einem anderen vorzunehmen, wenn die fraglichen Konzernunternehmen zu verschiedenen Terminen bilanzieren oder wenn ein Verbandunternehmen auf Grund seiner Rechtsform seinen Jahresabschluss nicht zu veröffentlichen braucht.

2. Das Problem des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes

Die auf Grund der aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften verschieden möglichen Informationspositionen der Aktionäre waren eine der Antriebskräfte für eine kon-

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S. 950.

2) In der westdeutschen Montanindustrie sind auf Grund von besatzungsrechtlichen Vorschriften Konzernbilanzen erstellt worden (Fussnote zu § 15 AktG); ausserdem stellen wenige

zentrierte Besitzverteilung an den westdeutschen Aktiengesellschaften. Es erhebt sich die hypothetische Frage, ob diese Entwicklung anders verlaufen wäre, wenn es - vielleicht im Sinne einer von Stützel vorgeschlagenen "Auseinandersetzungsbilanz"[1] - gelungen wäre, mit einer sowohl gegen overstatement als auch gegen understatement gerichteten Handelsbilanz der Aktiengesellschaften die Informationsdifferenzen zwischen den Aktionärsgruppen zu beseitigen, oder ob letztlich nicht das durch das Aktiengesetz geschaffene Interessengefälle zwischen Grossaktionären und Kleinaktionären Antriebskraft genug gewesen wäre, die Tendenz einer zunehmenden Aktienbesitzkonzentration zu verstärken. Damit wird die Frage nach der Abgrenzung von Minderheitenschutz und Mehrheitsmacht aufgeworfen, die schon im vorigen Kapitel gestreift wurde,[2] aber nunmehr die Diskussionsgrundlage dafür bieten soll, ob nicht allein die aktienrechtliche Zuständigkeitsregelung durch die Schaffung von verschiedenen Interessenpositionen in der gleichen Richtung gewirkt hätte, wie die Regelung der aktienrechtlichen Publizitätsfragen.[3]

Die iuristisch-theoretischen Grundlagen für die Abgrenzung von Mehrheitsmacht und Minderheitenschutz, die durch besondere Rechtssätze und durch allgemeine Rechtsprinzipien vorzunehmen sind, haben (a) von verschiedenen Interessengruppen und (b) von einer Abwägung der daraus resultierenden, widerstreitenden Interessen auszugehen.

Die Ausgestaltung des Aktienrechtes unter Berücksichtigung verschiedener Aktionärsgruppen nach der Höhe der Beteiligung würde sich erübrigen, wenn nicht damit - notwendigerweise -

---

deutsche Konzerne in der Erkenntnis einer wachsenden Bedeutung der public-relations für ihre Unternehmen freiwillig zum Teil in populärer Aufmachung Konzernabschlüsse vor.
vgl. dazu auch C.P. Rätsch, Unternehmungen zur Publizität der deutschen Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 86.

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O., S.959f.

2) Vgl. insbesondere S.187ff.

3) W. Stützel, ebenda, S. 959.

zugleich ein Gegensatz der Interessen an der Aktiengesellschaft verbunden wäre. Die Aktienrechtswirklichkeit bestätigt diesen Interessengegensatz und zwingt damit zu einer Unterscheidung der einzelnen Aktionärstypen nach ihrem Beteiligungsmotiv.[1] Wie sehr sich die aus einem Mehrheitsbesitz gleichermassen erhöht fliessenden Herrschafts- und Verwaltungsrechte - abgesehen von der informatorischen Besserstellung - im Aktienkurs niederschlagen,[2] hat inzwischen nicht nur in den steuerlichen Bewertungsvorschriften, sondern auch im Referentenentwurf für ein neues Aktiengesetz Berücksichtigung gefunden.[3] Damit wird das Gresham'sche Gesetz nach 400 Jahren wiederholt erneut

---

1) Stützel unterscheidet
   a. Alleinaktionäre (Einmann-Aktiengesellschaft)
   b. Einzelaktionäre
   c. Paketaktionäre
      aa. Paketaktionäre ohne Nebeninteressen
      bb. Paketaktionäre mit Nebeninteressen.
   W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O.,S.960ff

2) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration,a.a.O., S.968. Dafür einige Beispiele: Paketanteile an der Harpener Bergbau und Essener Steinkohle AG wurden 1952 mit einem Façonaufschlag von ca. 110 % des damaligen Börsenkurses verkauft. Aktien der Zeche Bergbau AG notierten 380, nachdem die Gelsenberg für das Krapspaket einen Kurs von 500 bezahlt hatte (nach fünfjährigem Wachstum der Zeche wurde für die ausscheidenden Minderheitsaktionäre eine Abfindung von 385 als angemessen angesehen). Knorr-Aktionären wurde 1959 von Bankseite empfohlen, beim Börsenkurs von 600 zu verkaufen, ausserdem war in der Presse - lange undementiert-zu lesen, die Verwaltung halte den Kurs von 600 für überhöht. Zur gleichen Zeit gab dieselbe Bank die Knorr-Aktien aus eigenen Beständen zum Kurs von 900 an die Maizena GmbH Hamburg ab, die in dieser Rechtsform nicht zu veröffentlichen brauchte. Die Aktien der Bremer Papier- und Wellpappenfabrik notierten im Sommer 1958 zwischen 365 und 375, jedoch zahlte die Muttergesellschaft der Europa-Cartoon, die Container-Corporation of America, Chicago (sie besitzt ca. 34 % der Europa-Cartoon) für ein 79 %-Paket 925 DM je Aktie.

3) Referentenentwurf, Erläuternde Bemerkungen, S. 406.

bestätigt: "Aktien wandern - sobald das Aktienrecht ein so erhebliches Interessengefälle schafft - aus den Händen der Vielen, denen sie wegen des schlechten Minderheitenschutzes nur geringe Vorteile sichern, in die Hände der Wenigen, denen sie, wegen der Chancen, gesellschaftsfremde Sondervorteile erlangen zu können, grössere Vorteile bringen."[1)]

Die verschiedenen Interessengegensätze im Gesetz zu überwinden, ist deswegen schwierig, weil es dabei nicht nur um Fragen iuristischer Natur geht, sondern zugleich wirtschaftliche, soziologische und ethische Gesichtspunkte[2)] einbezogen werden müssen. Im Prinzip geht die heutige iuristische Interessenabwägung auf drei Wertarten zurück: Individualwerte, Kollektivwerte und Wertwerte.[3)] Zwangsläufig muss das Aktiengesetz zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen, je nachdem, welches der drei Wertsysteme vorrangig berücksichtigt wird. Im Aktiengesetz von 1937 wird erkennbar, dass eine wirkliche Interdependenz zwischen individuellen und überindividuellen (kollektiven) Interessen angestrebt wurde,[4)] die allerdings hinter den Schutz und die Förderung des Unternehmens (an sich) zu treten hatte, da Bewegungsfreiheit und Krisenfestigkeit die beste Wahrung von Aktionär- und Gläubigerinteressen sind.[5)] So wurden die Zuständigkeiten der Hauptversammlung zu Gunsten einer Stärkung der Verwaltung einge-

1) W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, a.a.O.,S.969.

2) F.W. Bürgi, Das Problem des Minderheitenschutzes im schweizerischen Aktienrecht, in: Die Schweizerische Aktiengesellschaft, 1956/57/29, S. 83.

3) Radbruch, Rechtsphilosophie, a.a.O., S. 147.

4) F.W. Bürgi, Das Problem des Minderheitenschutzes im schweizerischen Aktienrecht, a.a.O., S. 84.

5) E.M. Hoffmann, Wandlungen und Tendenzen in der Machtstellung und Zusammensetzung der Verwaltung privater Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 25/27.

schränkt.[1] Der Regierungsentwurf zur Einführung eines Aktiengesetzes berücksichtigt in erhöhtem Masse die Individualwerte, ohne allerdings die Interessen des Unternehmens beschränken zu wollen. Wie schwer das zu erreichen sein wird, ergibt sich allein aus der Frage - und dieser Hinweis darauf soll genügen -, ob mit der Einführung des § 55 des Regierungsentwurfes, der die Bildung von Rücklagen auf fünfzig Prozent des Grundkapitals beschränken will, die Individualwerte (Dividendenanspruch des Aktionärs) nicht so sehr bevorrechtigt werden, dass sich daraus eine Existenzbedrohung des Unternehmens entwickeln könnte.

3. Die Beeinflussung von Bilanzgewinnen, Dividenden und Aktienkursen

a. durch Legung stiller Reserven

In der weitesten aktienrechtlichen Fassung sind - stille und offene - Reserven Vermögensteile, die von der Weitergabe an die Aktionäre freigestellt werden. Die offenen Reserven werden im Gegensatz zu den stillen Reserven bilanziert, aber in der Regel pflegen sich die Aktienkurse nicht parallel zu den ausgewiesenen Rücklagen zu entwickeln. Aus diesem Grunde können Aktionäre nur einen Teil des ihnen vorenthaltenen Gewinnes über die Börse realisieren, aber das macht die offene Reservenbildung noch nicht zu einem effektiven Instrument der Kursmanipulierung. Erst durch die stille Reservenbildung ist den Grossaktionären ein Mittel an die Hand

1) In der Literatur wird überwiegend die Auffassung vertreten, dass die bisherige Regelung beizubehalten sei; so bei Godin-Wilhelmi, Aktiengesetz, Kommentar. 1. Aufl. 1937, 2. Aufl. 1950, Berlin, Anmerkung zu § 70. W. Schilling, Reform der Aktiengesellschaft, in: Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts, Teil I, Tübingen 1955, S. 73. E.J. Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, a.a.O., S. 8.

gegeben, eine Benachteiligung der Minderheiten zu verwirklichen, die besonders in den sogenannten Familienunternehmen und Gesellschaften mit Mehrheitsaktionären zu beobachten war und ein erschreckendes Ausmass erreichte.[1] Zwar wird unter solchen Umständen der Tatbestand der Verschleierung und unwahren Berichterstattung (§ 296 AktG) erfüllt, die zur Nichtigkeit des Jahresabschlusses führt, weil ein Verstoss gegen die guten Sitten vorliegt (§ 202 AktG), aber eine Beweisführung im Sinne von § 201 AktG wird deswegen schwierig sein, weil dem Grossaktionär die Motive nachgewiesen werden müssen, die sich immer leicht hinter den - allerdings in diesen Fällen meist weisungsgebundenen - Entscheidungen des Vorstandes zum Wohle des Unternehmens verstecken lassen (§ 70 AktG). Es wird ersichtlich, dass eine stille Reservenbildung mit dem Ziel, den Streubesitz zur Aufgabe seiner Anteile an einer Aktiengesellschaft zu induzieren, zwar verboten ist, aber de facto nicht ausgeschlossen werden kann.

Durchschlagender sind die Bestimmungen, die eine stille Reservenbildung verhindern sollen, wenn dies durch absichtliches Herauslassen wesentlicher Aktivposten oder Einstellen fingierter Kreditoren und Rückstellungen geschieht[2] oder wenn Geldkonten, Wechsel, Schecks, Kassenbestand, Bankguthaben sowie Forderungen an Vorstand und Aufsichtsrat unter ihrem Wert angesetzt werden.[3] In den genannten Fällen wirkt sich ausserdem der Umstand aus, dass die meisten Manipulationen eine steuersparende Wirkung hätten, und dass durch eine steuerlich nicht gestattete, absichtliche Reservenbildung der strafrechtliche Tatbestand der Steuerhinterziehung erfüllt wäre.

---

1) G. Saage, Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, Köln/Opladen 1959, S. 97.

2) Schlegelberger-Quassowski, Aktienrecht, 3. Aufl., Berlin 1939, Anm. 24 zu § 129 AktG.

3) Adler-Düring-Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, 3. Aufl., Stuttgart 1957, Anm. 82 zu § 129 AktG.

Es ist zu verstehen, dass besonders im Bereiche der Aktiengesellschaften die illegale Bilanzmanipulation nur in Einzelfällen nachgewiesen werden kann, weil sich das Management nichts zuschulden kommen lassen wird und ausserdem diese Möglichkeiten durch die gesellschaftseigene Innenrevision, die Pflichtprüfung und vor allem durch die Steuerprüfung fast ausgeschlossen werden.[1] Die Verbotsvorschriften für die illegale Legung stiller Reserven sind absichtlich an den Anfang der Betrachtung gestellt worden. Sie brauchten kaum verletzt zu werden, weil die nachstehend zu erläuternden legalen Möglichkeiten zur Schaffung kurswirksamer, stiller Reserven den Mehrheitsaktionären einen genügend grossen Spielraum liessen.

Wenn stille Reserven gelegt werden mit dem Ziel, durch understatement-policy den Aktienkurs einer Gesellschaft nach unten zu manipulieren oder tief zu halten, erübrigt es sich, zwischen den verschiedenen Formen der stillen Reserven nach ihrer Entstehung zu unterscheiden.[2] Da unterstellt wird, dass alle stillen Reserven einerlei wie und wo sie gelegt werden, die Bilanz im Rahmen der aktien- und steuerrechtlichen Vorschriften verzerren sollen, werden sie als bilanzoptische stille Reserven behandelt; allerdings ist es zweckmässig, folgende Unterscheidung anzubringen:

(1) im Rahmen autonomer Bilanzoptik gelegte stille Reserven
(2) im Rahmen autonomer Vertragsgestaltung gelegte stille Reserven.

zu (1): Die im Rahmen autonomer Bilanzoptik gelegten stillen Reserven beziehen sich auf eine keinem Konzernverband angehörige Aktiengesellschaft; hier werden einbehaltene Gewinnanteile

1) G. Saage, Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, a.a.O., S. 97.

2) So bei G. Saage, Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, a.a.O., S. 7-13.

durch Unterbewertung von Aktivposten oder durch Ueberbewertung von Passivposten bilanzoptisch kompensiert.[1] Da - wie bereits beschrieben - das Aktiengesetz von 1937 auf den Gläubigerschutz abstellt und sich nur gegen eine Ueberbewertung von Aktiven und Unterbewertung von Passiven wendet, ist es kein Verstoss gegen das Gesetz, wenn die Höchstwerte der Aktiven unterschritten, die Mindestwerte der Passiven überschritten werden. Einer unbeschränkten Zulassung von stillen Reserven ist allerdings da die Grenze gezogen, wo sich das Gesetz gegen eine "übermässige" Reservenbildung ausspricht,[2] wenngleich eine richtige Beurteilung übermässiger oder angemessener Reservebildung praktisch nicht durchführbar ist.

Die am häufigsten nachweisbaren Methoden zur Bildung stiller Reserven im Rahmen einer autonomen Bilanzoptik sind in folgender Uebersicht zusammengefasst:

Bei den Aktiva:

Anlagevermögen

(1) Sonderabschreibungen auf das Anlagevermögen

(2) Verbuchung von aktivierungspflichtigen Kosten über Aufwand oder unvollständige aktive Abgrenzungen der Aufwendungen

(3) Nichtaktivierung von Wert- und Preissteigerungen (§ 133 AktG)

---

1) Solche bewusst gebildeten stillen Reserven sind Willkürreserven im Sinne von Hax[a], bilanzpolitische stille Reserven im Sinne von Saage[b]; kommt es unbeabsichtigt oder aus Gründen kaufmännischer Vorsicht zur Unterbewertung von Aktiven oder Ueberbewertung von Passiven, spricht Saage von Ermessensreserven.[c]

a) K. Hax, Die Behandlung von offenen und stillen Reserven, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 122.

b) G. Saage, Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, a.a.O., S. 7.

c) ebenda.

2) Adler-Düring-Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 165ff.

Umlaufsvermögen

(1) Abschläge auf das Vorratsvermögen (Lagerabschreibungen)
(2) Unvollständige Kostenerfassung für Halb- und Fertigfabrikate
(3) Unvollständige Inventarisierung der Vorräte
(4) Verspätete Rechnungserteilung bzw. Nichtaktivierung von Forderungen; erhöhte Wertberichtigungen auf Forderungen
(5) Künftig erzielbare Gewinne bei Eigenfabrikaten, nicht realisierte Handelsspanne auf Fremdfabrikate (§ 133 AktG)
(6) Kurs- und Wertsteigerungen bei Wertpapieren und Beteiligungen (§ 133 AktG).

Bei den Passiva:

Eigenkapital

(1) Einstellung fiktiver Rückstellungen
(2) Nichteinsetzen eines originären, Abschreibungspflicht für einen translativen Firmenwert (§ 133 AktG)

Fremdkapital

(1) Ueberbewertung von Währungsverbindlichkeiten
(2) Einstellung fingierter Kreditoren bzw. überhöhter passiver Abgrenzungsposten
(3) Ueberbewertung von ungewissen Schulden
(4) Vorverlegte Rechnungserteilung

Der Regierungsentwurf (§ 146) schränkt sowohl die bisher nach § 133 AktG geforderte als auch die darüber hinaus mögliche Bildung stiller Reserven ein. Es wird eine Aktivierung sämtlicher Anlagezugänge gefordert, bilanzoptische Abschreibungen auf Anlagen werden verboten und Unterbewertungen im Bereich des Umlaufsvermögens werden untersagt. Diese Einschränkungen können durchbrochen werden, wenn der Gesetzgeber steuerliche Sonderabschreibungen, Bewertungsabschläge und dergleichen zulässt. In diesen Fällen dürfen

der Inanspruchnahme steuerlicher Vergünstigungen handelsrechtliche Hindernisse nicht entgegenstehen.[1)]

Aber gerade bis 1955 sind es steuerliche Vergünstigungen gewesen,[2)] die in einem erheblichen Masse die Bildung stiller Reserven ermöglicht haben und damit zu einem - und das wird meistens verkannt - kurzfristigen Mittel der Kursmanipulierung geworden sind. Die Steuerbegünstigung durch Vorwegabschreibung ist nur bei der Inanspruchnahme vorteilhaft, denn der Preis für diese kreditäre Steuerstundung muss in späteren Jahren aus versteuerten Gewinnen gezahlt werden, wenn der laufende Verbrauch der steuerbegünstigt erstellten Anlagen durch die inzwischen degressiv stark abgefallenen Abschreibungen nicht mehr gedeckt werden kann und zu dieser Zeit keine neuen Anlagen angeschafft werden können, die die entstandene Abschreibungslücke durch neue Abschreibungen auffüllen würden. Das hat sich insbesondere bei den Aktiengesellschaften gezeigt, die die Steuervergünstigungen des § 36 JHG in Anspruch nehmen konnten. Die danach vorgenommenen Sonderabschreibungen werden auf DM 3 Mrd. geschätzt;[3)] wenn davon 60 % gerechnet werden, ergibt sich ein Steuerstundungsbetrag von DM 1,8 Mrd. Es war notwendig, Rücklagen zu bilden, die bei späteren Investitionen aufgelöst werden mussten. Das lässt sich im Bereich der Montanindustrie und des Bergbaus nachweisen; hier war der in der Steuervergünstigung enthaltene Rücklagenteil nach ungefähr drei Jahren aufgebraucht.

1) Begründung zu § 146 Regierungsentwurf.

2) Vgl. S. 91ff.

3) J. Esser, Funktionen und Auswirkungen der verschiedenen Abschreibungsmethoden im Blickpunkt der praktischen Betriebswirtschaft, in: Institut Finanzen und Steuern, Heft 47, Bonn 1957, S. 71.

zu (2): Die unter (1) beschriebenen Möglichkeiten,im Rahmen einer autonomen Bilanzoptik stille Reserven zu legen, beziehen sich auf eine selbständige Aktiengesellschaft, an der zwar ein Grossaktionär beteiligt ist, die aber keinem Konzernverband angehört. Da in der Praxis der Mehrheitsbesitz zumeist in Händen einer anderen Aktiengesellschaft liegt, kommt die Bildung stiller Reserven erst im Rahmen autonomer Vertragsgestaltung zu ihrer vollen Bedeutung, weil die Konzernunternehmen nicht nur kapitalmässig, sondern vor allem leistungsmässig miteinander verbunden sind. Bei diesen Leistungsbeziehungen der Konzernglieder untereinander (Innenumsätze) kann es sich um gegenseitige oder einseitige Lieferungen von Rohstoffen und Handelswaren, aber auch um die Lieferung von Anlagegütern handeln. Die bilanzielle Problematik und Möglichkeit der stillen Reservenbildung besteht darin, dass sich bei den gegenseitigen Lieferungen keine Marktpreise bilden oder dass von gegebenen Marktpreisen abgewichen werden kann. Die von den Konzernleitungen zugrunde gelegten Verrechnungspreise sind eindeutig ein mögliches Mittel zur Vildung stiller Reserven und damit zur Manipulation des Ertragsausweises. Durch diesen Bewertungsspielraum im internen Konzernbereich kann eine nach aussen nicht sichtbare Ertragsverschiebung vorgenommen werden,durch den die Aussagefähigkeit des Jahresabschlusses eines einzelnen Konzernunternehmens weit wirkungsvoller verschleiert werden kann, als allein durch die unter (1) beschriebenen Methoden, wenngleich sie die Voraussetzungen für die innerkonzernlichen Manipulationen liefern.

b. durch Unternehmensverträge

Die Lenkung oder Beherrschung einer Aktiengesellschaft mit dem Ziel, ihren Börsenkurs zu beeinflussen, ist nach geltendem Recht jenseits der aktienrechtlichen Zuständigkeitsregelung auf vertraglicher Basis mit anderen Unternehmen möglich. Diese Verträge sind schuldrechtliche Verträge zwischen zwei Aktiengesellschaften, weil sie durch zwei sich inhaltlich deckende Willenserklärungen entstehen müssen. Die verschiedenen Erscheinungsformen dieser Verträge sind im Regierungsentwurf (§ 280, § 281) erstmalig rechtlich kodifiziert (Beherrschungsvertrag, Gewinnabführungsvertrag, Gewinngemeinschaft, Teilgewinnabführungsvertrag, Betriebsüberlassungsvertrag, Geschäftsführungsvertrag). Allerdings wird der Abschluss, die Aenderung und Beendigung von Unternehmensverträgen hier an die Zustimmung der Hauptversammlung gebunden (§ 282); damit wird das Gesellschaftsrecht für die Rechtsgültigkeit schuldrechtlicher Verträge relevant.

Das gilt bisher nur für den von der Steuergesetzgebung entwickelten Organschaftsvertrag,[1] bei dem an die blosse Tatsache der Beteiligung Rechtsfolgen geknüpft wurden, die Rückwirkungen auf den teilweisen Bestand oder die teilweise Wirksamkeit von der schuldrechtlichen Seite des Organschaftsvertrages haben. Das soll nach dem Regierungsentwurf nunmehr für alle Verträge, die zwischen Aktiengesellschaften oder zwischen einer Aktiengesellschaft und einem Unternehmen in einer anderen Rechtsform abgeschlossen werden, gelten.

Nach dem gültigen Aktiengesetz kann durch Unternehmensverträge - ausser beim Organschaftsvertrag - eine grundlegende Veränderung der im Gesetz zwingend vorgeschriebenen Machtverteilung ohne rechtlich notwendige Unterrichtung der

1) Vgl. dazu auch S. 53, Fussnote 3.

Minderheitenaktionäre vollzogen werden. Das Verhältnis zwischen Vorstand, Hauptversammlung und Einzelaktionär wird in dem Masse, wie dieser Grossaktionär ist, umgestülpt.[1] Formal bleibt zwar nach aussen die kapitaldemokratische Ordnung bestehen, aber de facto geht die Leitung der Aktiengesellschaft auf einen Grossaktionär über; er bestimmt die Geschäftspolitik und die Entscheidungen der Verwaltung und kann sich nach aussen sichtbar Verluste, aber still Gewinne der abhängigen Gesellschaft zuweisen.

c. Wirkungen der Beeinflussung des Jahresabschlusses durch stille Reserven

Wenn der Bilanzgewinn mit den beschriebenen Möglichkeiten manipuliert wird, ergeben sich zunächst entsprechende Auswirkungen auf die ausschüttungsfähige Dividende, denn nach § 52 AktG hat der Aktionär nur einen legitimen Anspruch auf den sich bilanzmässig ergebenden Reingewinn. Dieser wird vom Vorstand und Aufsichtsrat festgestellt und ist unanfechtbar.[2] Aktienrechtlich oder deliktisch begründete Ansprüche auf Schadenersatz gegen Aufsichtsrat und Vorstand wegen einer überhöhten Bildung stiller Reserven stehen den Minderheitenaktionären auch dann nicht zu, wenn die stillen Reserven ein gesetzliches Höchstmass überschreiten. Der Regierungsentwurf gibt den Aktionären erstmalig einen Rechtsbehelf gegen unzulässige stille Reserven (§ 249-250) an die Hand, der zur Nichtigkeitserklärung des erstellten Jahresabschlusses führen kann (§ 247-248). Nach dem geltenden Aktienrecht hat es die Verwaltung einer Aktiengesellschaft noch in der Hand, stille Reserven in dem von ihr gewünschten Ausmass zu

1) K. Ballerstedt, Die Verfassung der Aktiengesellschaft und der Organschaftsvertrag, in: Der Betrieb, 1957, S. 837.

2) Godin-Wilhelmi, Aktiengesetz, a.a.O., Anm. 7 zu § 52.

bilden. Damit werden die Relationen zwischen Kapital und Ertrag, zwischen Vermögen und Schulden so verfälscht, dass schon ein Vergleich periodischer Jahresergebnisse untereinander nicht möglich ist, geschweige denn durch den Jahresabschluss ein Einblick in die echte Vermögens- und Ertragslage einer Gesellschaft gewährleistet wird. Die eingeschränkte Aussagefähigkeit des Jahresabschlusses hat dazu geführt, dass den Bilanzen die "Vermutung der Unrichtigkeit"[1] anhaftet. Solange es möglich ist, stille Reserven in unbeschränkter Höhe zu bilden und auch eine automatische Auflösung der in früheren Perioden gelegten stillen Reserven zu verhindern, wird über die Dividendenkürzung nachhaltig auf die Kursentwicklung eingewirkt, in dem Masse, wie die Ertragskomponente der börsenmässigen Bewertung zugrunde gelegt wird. Diese Form von Kursbeeinflussung hat allerdings noch ein anderes Gesicht: Wenn es nur möglich ist, eine Aktienbewertung auf der schwankenden Grundlage eines mutmasslich verfälschten Jahresabschlusses vorzunehmen, kann es zu einer Ueberschätzung der wirklichen Vermögens- und Ertragslage einer Aktiengesellschaft kommen und damit zu überhöhten Börsenkursen führen, vor allem, wenn vorrangig die Vermögenskomponente zur börsenmässigen Bewertung herangezogen wird.

4. Aufrechterhaltung und Erhöhung der Verfügungsmacht und des Verwaltungseinflusses durch die Wahl der Finanzierungsart

a. Eigenkapitalerhöhung und Ausschluss des Bezugsrechtes

Das geltende Recht erlaubt einen vollständigen und teilweisen Ausschluss des Bezugsrechtes unter Zustimmung einer drei Viertel Mehrheit, wenn es satzungsmässig nicht

1) G. Saage, Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, a.a.O., S. 14.

anders verlangt wird (§ 153 Abs. 3 AktG). Von dieser Bestimmung wird regelmässig Gebrauch gemacht, um das Bezugsrecht den Altaktionären mittelbar über ein Bankenkonsortium anzubieten, das den effektiven Kapitalerhöhungsbetrag der aufstockenden Aktiengesellschaft im Normalfall vorschiesst. Damit wird nicht nur ein reibungsloserer technischer Ablauf der Kapitalerhöhung gewährleistet, sondern das Konsortium kann im eigenen Interesse durch Kurspflege an der Börse eine schnelle und erfolgreiche Plazierung der jungen Aktien begünstigen. In diesem Fall ist die Rechtsstellung der Aktionäre stärker als beim unmittelbaren Bezugsrecht.[1] Der Vorgang ist umkehrbar: Ein Grossaktionär kann im internen Einvernehmen und unter interner Zusicherung, dass die beim Konsortium eintretenden Kursverluste von ihm getragen werden, durch einen Angebotsdruck mit den ihm zustehenden Bezugsrechten eine allgemeine Abgabeneigung auf ermässigtem Kursniveau induzieren, die ihm die Gelegenheit gibt, auf verschwiegenen Wegen seinen Paketbesitz abzurunden.

In Ausnahmefällen kann auch das unmittelbare Bezugsrecht ein Mittel des Mehrheitsaktionärs sein, die Besitzverhältnisse an einer Aktiengesellschaft zu seinen Gunsten zu verändern, wenn die Bezugsrechtsausübung aus einer Kapitalerhöhung ausschliesslich ihm übertragen wird. In diesem Falle werden zwar erhebliche Mittel von ihm gefordert, die aber auch - wenn es sich um eine produktions- oder absatzbegründete Uebernahme einer dem Grossaktionär gehörenden Firma handelt - durch Sacheinlagen aufgebracht werden können. Es würde zu weit führen, zu erörtern, wie schwierig es ist, den Uebernahmepreis für den aufzunehmenden Betrieb mit dem Kapitalerhöhungsbetrag abzustimmen, zumal in jedem Fall ein erheblicher Bewertungsspielraum zwischen den Bilanzwerten und dem Marktpreis der einzugliedernden Unternehmung mit dem Eingliederungsvorteil der aufnehmenden Aktiengesellschaft in Einklang zu bringen ist.

---

1) Vgl. dazu auch: Begründung zu § 174 Regierungsentwurf.

b. Das Problem des Emissionskurses

Die Bedingungen einer Kapitalerhöhung - das Bezugsverhältnis und der Ausgabekurs - werfen das Problem der liquiditätsmässigen Inanspruchnahme des einzelnen Aktionärs auf. Der effektive Umfang einer Kapitalerhöhung richtet sich allein nach dem Kapitalbedarf des Unternehmens - unter Berücksichtigung der Selbstfinanzierungsmöglichkeiten -, der sich aus den Investitionsvorhaben und ähnlichen Projekten ergibt. Wenn nachgewiesen werden kann, dass unterschiedliche Kapitalerhöhungsmodalitäten zu entsprechend geänderten liquiditätsmässigen Beanspruchungen der Kleinaktionäre führen, die die Ausübung oder Nichtausübung von Bezugsrechten beeinflussen, ist zugleich eine Möglichkeit für potente Grossaktionäre beschrieben, mit dem Festlegen der Bedingungen für eine Kapitalerhöhung, die Besitzstruktur an einer Aktiengesellschaft zu ihren Gunsten zu verändern. Es kann folgendes festgehalten werden[1]: Hohe Bezugsverhältnisse und Ausgabekurse bringen im Vergleich mit anderen Kapitalerhöhungsbedingungen dem Kleinaktionär dann keine stärkere liquiditätsmässige Belastung, wenn er den Spitzenausgleich der Bezugsrechte jeweils in den Fällen nach unten vornimmt, in denen er dadurch weniger Bezugsrechte abstossen muss, als er beim Spitzenausgleich nach unten hätte zukaufen müssen, d.h. wenn er gegebenenfalls eine geringe Verminderung seines Anteiles am Grundkapital in Kauf nimmt. Aktionäre, die ihre relative Kapitalbeteiligung halten wollen und darum keine Bezugsrechte abgeben, vielmehr in jedem Fall den Spitzenausgleich nach oben vornehmen, werden bei niedrigen Bezugsverhältnissen und Emissionskursen weniger stark beansprucht als bei hohen Bezugskursen und -verhältnissen.

1) Vgl. dazu H. Hornef, Der Beldbedarf des Kleinaktionärs bei Kapitalerhöhungen, in: Das Wertpapier, 1960/1, S. 3-6

Dabei ist allerdings einschränkend darauf hinzuweisen, dass dieses Mittel nur so lange angewandt werden kann, wie auf seiten der Kleinaktionäre der Liquiditätsvorteil Masstab dafür ist, ob eine junge Aktie billig oder teuer ist.[1] Bei einer Kapitalerhöhung erfährt die Vermögenslage des Aktionärs keine Veränderung; es tritt lediglich in der Zusammensetzung von Aktien und liquiden Mitteln eine Verschiebung ein, je nachdem, in welchem Umfang die Bezugsrechte ausgeübt werden.[2] Ausserdem kann nicht in jedem Fall aus hohen Bezugskursen und -verhältnissen eine Begünstigung der Kapitalzusammenballung hergeleitet werden, denn oftmals fällt es den Grossaktionären ebenso schwer, relativ hohe Beträge aufzubringen, aber: Die Kapitalerhöhungsmodalitäten bleiben ein Mittel, das Verhalten von Kleinaktionären in einer gewünschten Richtung zu steuern.[3]

5. Kapitel: Der Einfluss des Umwandlungssteuergesetzes auf das Verhalten bestimmter Grossaktionäre

I. Voraussetzungen und Ziel des Umwandlungssteuergesetzes

Es liegt nahe, die Umwandlungsgesetzgebung nach dem zweiten Weltkriege vergleichend zu den Verhältnissen von 1934 und 1937 zu beschreiben. Das Umwandlungssteuergesetz aus dem Jahre 1957 (UmwStG v. 11.10.1957, BGBl I, S. 1713) ist die auf zwei Jahre befristete steuerrecht-

1) J. Berg, Illusion über Bezugskurse, in: Handelsblatt Nr. 74 v. 15.4.1960.

2) Unberücksichtigt bleibt, dass der Aktionär auch die Auswirkungen auf seine Steuerpflicht in Rechnung zu stellen hat. Dividendeneinkünfte sind steuerpflichtig, während der Erlös aus dem Verkauf von Bezugsrechten nicht versteuert zu werden braucht.

3) Im übrigen vgl. dazu: Niedrige Bezugskurse sind vorzuziehen, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 208 v. 9.9.1959.

liche Ergänzung zu dem handelsrechtlichen Gesetz über die Umwandlung von Kapitalgesellschaften und bergrechtlichen Gesellschaften (UmwG v. 12.11.1956, BGBl I, S. 844). Damit sind die Situationen einander äusserlich ähnlich; auch damals wurde das handelsrechtliche Umwandlungsgesetz durch ein bis zwei Jahre 1937 befristetes Umwandlungssteuergesetz ergänzt. Jedoch unterscheidet sich das Gesetz aus dem Jahre 1957 in der Zielsetzung und dementsprechend in der Art und dem Umfang der vorgesehenen Steuererleichterungen von der früheren Regelung. Bei der Umwandlungsgesetzgebung aus den dreissiger Jahren stand die Abkehr von anonymen Kapitalformen und Kapitalbesitzverhältnissen im Vordergrund;[1] mit der Regelung aus dem Jahre 1957 wurde in erster Linie beabsichtigt, lebenden Betrieben den Uebergang von einer infolge der veränderten Wirtschafts- und Rechtsformlage nicht mehr zweckmässigen und häufig auch nicht mehr rationellen Unternehmungsform in eine andere, entsprechendere Unternehmensform unter erträglichen steuerlichen Bedingungen zu ermöglichen.[2][3] Das galt insbesondere für die Kapitalgesellschaften, die in den Jahren konfiskatorischer Einkommenssteuersätze[4] durch die Aufspaltung von Personenunternehmen in Besitz- und Betriebsgesellschaften oder in

---

1) G. Schilling, Drei Jahre Umwandlungsgesetz, Diss. Köln 1937.

2) Vgl. dazu H.G. Rau, Der Entwurf des Umwandlungssteuergesetzes, in: Der Betriebs-Berater, 1957, S. 396.

3) Als Antipode zum Umwandlungssteuergesetz ist auf den § 32b des Gesetzes zur Aenderung und Vereinfachung des Einkommenssteuergesetzes und des Körperschaftssteuergesetzes vom 27.6.1951 (BGBl I, S. 411) hinzuweisen; um die steuerliche Belastung der Spitzeneinkommen nach den Einkommenssteuerhöchstsätzen zu mildern, wurde den Einkommenssteuerpflichtigen ein optionsrecht gewährt, sich nach Körperschaftssteuerlichen Grundsätzen zu veranlagen. § 32b näherte sich der Verwirklichung des Gedankens einer Betriebssteuer mit den Merkmalen der Abzugsfähigkeit einer Unternehmervergütung und der einkommenssteuerlichen Erfassung der Entnahmen (Blümlich/Falk, Einkommenssteuergesetz, Berlin/Frankfurt 1951, S. 798). Die Bestimmung hat jedoch keine praktische Bedeutung erreicht.

4) Vgl. S. 127, Fussnote 5.

Produktions- und Vertriebsgesellschaften entstanden waren und deren Existenzberechtigung wegen der inzwischen gesenkten Tarife weggefallen war.[1] Da aber die Rückwandlung dieser Kapitalgesellschaften in Personengesellschaften nach dem gültigen Steuerrecht zu einem erheblichen Steueranfall geführt hätte, insbesondere durch die Auflösung und Ausschüttung der stillen und offenen Reserven und der Besteuerung eines dadurch entstehenden Umwandlungsgewinnes, sollten wirtschaftlich gebotene Umwandlungen nicht durch hohe Steuerbelastungen erschwert und unter Umständen verhindert werden.

II. Unbeabsichtigte Nebenwirkungen

Die nach den Umwandlungsgesetzen ausgelöste Umwandlungswelle wurde nur zu einem geringen Teil durch jene Motive bestimmt, die dem Gesetzgeber bei ihrem Erlass vorgeschwebt hatten. Es war weniger die Korrektur einer Entwicklung, die unter dem Druck wirtschaftsfeindlicher Steuersätze zustande gekommen war, sondern die meisten Aktiengesellschaften, die die Umwandlungsgesetze in Anspruch nahmen, liessen sich von Ueberlegungen leiten, die zumindestens iuristisch auf eine weitere Konzentration hinausliefen. Aber auch wirtschaftlich wurde zwangsläufig zu einer weiteren Konzentration gezwungen, wenn (a) die nach dem handelsrechtlichen Umwandlungsgesetz notwendige 75 %-Mehrheit erst geschaffen werden musste und wenn dann (b) die restlichen 25 %-Minderheit abgefunden werden konnten. Als Hauptursachen der Fusionen und Umwandlungen können drei Motivgruppen genannt werden:

(1) Das Streben nach einer strafferen Konzernorganisation, das sich häufig mit Befürchtungen verband, dass durch eine kommende Gesetzgebung auf dem Gebiet des Steuer- und des Konzernrechtes die Vorteile der Organschaft in absehbarer Zeit hätten fortfallen können.

1) Vgl. S. 127, Fussnote 5.

(2) Die Flucht aus der Rechtsform Aktiengesellschaft, der durch die Aktienrechtsreform erhöhte Publizitätsvorschriften auferlegt werden könnten.

(3) Das Streben bestimmter Grossaktionäre, mit Hilfe des § 9 Umwandlungsgesetz ("Rausschmeisser-Paragraph") die Minderheitaktionäre aus "ihrer" Gesellschaft herauszudrängen.

Unabhängig von den zur Zeit noch schwebenden Rechtsstreitigkeiten, in denen Umwandlungsbeschlüsse wegen einer Verletzung des Artikels 14 Grundgesetz[1] angefochten werden können,[2] ist zu untersuchen, ob es sich bei den Umwandlungen um eine für Grossaktionäre vorteilhafte Enteignungsaktion[3] gehandelt hat, bei der sie sich ausser von den angeführten Motiven von Möglichkeiten leiten liessen, bei der Umwandlung ausser einer Steuereinsparung eine interne, den Minderheitenaktionären nicht erkennbare Gewinnrealisierung vorzunehmen. Es ist noch nicht ausgeschlossen, dass der Umwandlungswelle gerade deswegen eine Prozesswelle folgen kann, wenn es gelingt, irgendwo einen iuristischen Einbruch zu erzielen.

---

1) Eigentum im Sinne von Artikel 14 Grundgesetz ist nicht nur das Eigentum im zivilrechtlichen Sinne von § 903 BGB, sondern jedes private Vermögensrecht, also auch Aktionärsrechte (v. Mangoldt-Klein, Das Bonner Grundgesetz, 2. Aufl. 1957, Bd. I, S. 424 unter b)).

2) Ueber die Rechtslage einer Verfassungswidrigkeit des Umwandlungsgesetzes unterrichten:

J. Kübel, Ist das Umwandlungsgesetz verfassungswidrig? in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 46, v. 24.2.1960.

R. Schleyer, Uebertragende Umwandlung - verfassungs- und gesetzeswidrig? in: Neue Juristische Wochenzeitschrift, 1960, S. 1552ff.

3) H. Brestel, Erste Bilanz des Umwandlungsgesetzes, in: Die Aktiengesellschaft, 1960/3, S. 53.

III. Steuerliche Vorteile für den Grossaktionär bei der Umwandlung

Das Umwandlungssteuergesetz (UmwStG) gewährte für die Umwandlung einer Kapitalgesellschaft[1] in ein Personenunternehmen[2] nach § 1 Umwandlungsgesetz (UmwG) eine Steuerbegünstigung, indem es (§ 4 Abs. 1 S. 1 UmwStG) gestattete, bei der Ermittlung des steuerpflichtigen Gewinnes bei der übernehmenden Gesellschaft für die von der Kapitalgesellschaft übernommenen Vermögensteile die in der Umwandlungsbilanz angesetzten Werte als Ausgangswerte zu übernehmen, d.h. also die Werte, die sich nach den steuerrechtlichen Vorschriften über die Gewinnermittlung bei der aufzunehmenden Aktiengesellschaft in früheren Jahren ergeben hatten. Von diesen Bilanzwerten konnte dann abgewichen werden (§ 4 Abs. 1 S. 3 UmwStG), wenn der entsprechende Gegenposten in der Bilanz der aufnehmenden Gesellschaft niedriger war als die Bilanzwertsumme der zu übernehmenden Wirtschaftsgüter in der Umwandlungsbilanz. Das war in den meisten Fällen möglich, da der Ausweis der anteiligen Aktien an der untergehenden Gesellschaft nach den in den Jahren 1957-1959 gültigen, niedrigen Steuerkurswerten vorgenommen wurde. Dadurch ergab sich die Notwendigkeit eines Zusammenschneidens[3] der Buchwerte in der Umwandlungsbilanz - also sekundär die Schaffung von stillen Reserven nach der Umwandlung -; die untere Grenze

1) Es bleibt im weiteren unbeachtet, ob es sich um eine verschmelzende Umwandlung (Fusion) oder um eine errichtende Umwandlung (Rechtsformwechsel) handelt.

2) Personenunternehmen wird synonym gebraucht sowohl für die Einzelfirma, wie für die oHG, KG und GmbH, auch für AG im Falle einer verschmelzenden Umwandlung.

3) Aus der amtlichen Begründung des UmwStG, Bundestagsdrucksachen 3497, 1953, S. 10.

des Zusammenschneidens war allerdings da gezogen, wo der Buchwert der Beteiligung erreicht wurde. Auf der anderen Seite war es nicht erlaubt, die Buchwerte der aufzunehmenden Gesellschaft weiterzuführen, ohne die in ihnen versteckten stillen Reserven zu realisieren, wenn der Buchwert der Beteiligung bei der aufnehmenden Gesellschaft grösser war. Damit sollte der Weg verbaut werden, bei der Umwandlung einer Kapitalgesellschaft in der Bilanz der aufnehmenden Gesellschaft einen Scheinverlust entstehen zu lassen, der den steuerpflichtigen Gewinn des nächsten Gesamtgeschäftsjahres um diesen Verlustvortrag geschmälert hätte. Der Scheinverlust musste durch eine Erhöhung der in den Buchwerten der übernommenen Vermögensteile (Heraufschreiben) liegenden stillen Reserven ausgeglichen werden. Es ist einzusehen, welche steuerlichen Möglichkeiten sich bei einer Umwandlung unter Inanspruchnahme des UmwStG - vor allem wenn sie durch die Abschreibungspolitik bei beiden Gesellschaften längerfristig vorbereitet worden war - dem Grossaktionär durch understatement-policy ähnelnden Manipulationen eröffnet wurden.

Wenn die Buchwerte der übernommenen Vermögensteile höher waren als die der schwindenden Beteiligung, entstand bei der aufnehmenden Gesellschaft ein Umwandlungsgewinn (sog. Umwandlungsgewinn 1. Stufe[1]), sofern die Buchwerte der Beteiligung nicht zusammengeschnitten wurden. Dieser wurde nach dem UmwStG derart begünstigt, dass (§ 5 Abs. 1 UmwStG) die Einkommenssteuer (bzw. Körperschaftssteuer in der aufnehmenden Kapitalgesellschaft) auf 15 % des Gewinns festgelegt wurde.

Ein Umwandlungsgewinn zweiter Stufe entstand, wenn bei einer Umwandlung einer Gesellschaft auf eine andere unterschiedlich wertberichtigte, gegenseitige Forderungen und Verbindlichkeiten vorlagen. Dieser musste zwar zum normalen Gewinnsteuerersatz der aufnehmenden Gesellschaft versteuert werden,

1) Aus der amtlichen Begründung des UmwStG, a.a.O., S.

wurde aber insofern begünstigt, als er in eine gewinnsteuerwirksame Rücklage eingestellt werden konnte, die in den folgenden drei Steuerjahren mit mindestens je einem Drittel gewinnerhöhend aufzulösen war (§ 5 Abs. 2 UmwStG).

Zusammenfassung

Die mit dem Blick eines unbefangenen Betrachters erfolgte Phasenaufteilung des Aktienkursverkaufes im Berichtszeitraum wurde qualitativ und quantitativ beschrieben: Der Leser wurde mit dem Untersuchungsgegenstand vertraut gemacht. Die eigentliche wirtschaftswissenschaftliche Arbeit, die Börsenkursentwicklung in Abhängigkeit von den gesamtwirtschaftlichen Veränderungen zu untersuchen (fundamentale Analyse), konnte erst dann begonnen werden, wenn geklärt war, ob die Bedeutung der Unternehmen in der Rechtsform Aktiengesellschaft so gross war, dass sich daraus - abgesehen von mitspielenden psychologischen Faktoren - eine vermutbare Korrelation zwischen gesamtwirtschaftlichen Veränderungen und der Entwicklung der Börsenkurse a priori unterstellen liess.

Der Hinweis auf die Entwicklung der Aktiengesellschaften nach der Zahl und der Kapitalausstattung leitet die Rechtfertigung der fundamentalen Analyse ein. Das Ergebnis ist eindeutig: Die Aktiengesellschaften nehmen der Zahl nach ab aber im Hinblick auf die durchschnittliche Nominalkapitalausstattung - ohne Berücksichtigung des gesamten Eigenkapitals - beträchtlich zu.

Bei einer Gegenüberstellung der gesamtwirtschaftlichen Investitionen, Abschreibungen und Umsätze zu den Investitionen, Abschreibungen und Umsätze der Aktiengesellschaften nehmen diese einen erheblichen Teil der Investitionen und Umsätze (rd. ein Fünftel) für sich in Anspruch;

bei den Abschreibungen liegt der Prozentsatz zu Beginn des Berichtszeitraumes auch bei rd. einem Fünftel, steigert sich aber ab 1953 auf gut ein Drittel. Damit ist die Betrachtung der Börsenkurse unter gesamtwirtschaftlichen Aspekten gerechtfertigt.

Es war allerdings zunächst noch zu prüfen, ob nicht - ausser den ebenfalls beschriebenen börsentechnischen Kursbildungsfaktoren - durch aussergewöhnliche, nur für Westdeutschland feststellbare Tatbestände, die Beziehungen zwischen gesamtwirtschaftlichen Veränderungen und den Entwicklungen der Börsenkurse verzerrt wurden. Dabei wurde gefunden, dass vor allem zu Beginn des Berichtszeitraumes durch das Nebeneinander von DM und RM -Papieren an der Börse und länger noch durch die sich hinausziehende Wertpapierbereinigung organisatorische Fragen einer "natürlichen" Börsenkursbildung entgegenstanden. Die von hier ausgehenden Verfälschungen waren jedoch nicht so gross, dass eine fundamentale Analyse der Aktienkurse nicht hätte gewagt werden können. Es kann als Ergebnis folgendes festgehalten werden:

(1) Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftspolitik und Börsenkurs ist durch zeitlich fast gleichlaufende wirtschaftspolitische Etappen und Kursentwicklungsphasen erwiesen, wird jedoch in der dritten Etappe durch unterschiedliche Eigentumsvorstellungen und die Bemühungen um unglückliche rechtliche Verankerungen des der Wirklichkeit nicht mehr adäquaten Eigentumsbegriffes durchbrochen.

(2) Massnahmen der kapitalmarktpolitischen Investitionslenkung führten in den ersten beiden Kapitalmarktphasen zu einer Diskriminierung der Eigenkapitalfinanzierung durch Aktienemissionen und begünstigten damit eine ohnehin zu beobachtende Tendenz, die Investitionsfinanzierung bei den Gesellschaften, die die Investitionsbegünstigungen nicht voll für sich in Anspruch nehmen konnten, aus einbehaltenen Gewinnen und aus Bankkrediten, aber nur zu einem geringen Teil über den Kapitalmarkt vorzunehmen. Der gesamtwirtschaft-

liche Effekt dieses Tatbestandes einer erheblichen Disproportionalität in der Einkommens- und Vermögensverteilung zu Gunsten der Unternehmen konnte sich deswegen auf die Börse nicht voll auswirken, weil (a) die Benachteiligung der kontraktbestimmten Einkommen bei der Einkommensverteilung das Publikum von der Börse ausschloss und weil (b) die aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften einer Offenlegung der innerbetrieblich gebildeten Reserven entgegenstanden. Die Zunahme der Ersparnisse auf seiten der kontraktbestimmten Einkommen führte in der Spekulationsphase zu einer Beteiligung weiterer, auch börsenunerfahrener Kreise am Aktienkauf und -verkauf und stimulierte Hand in Hand mit einer Ueberschätzung der realen Unternehmenswerte (vgl. auch (3)) das Kursniveau in der Spekulationsphase.

(3) Die steuerpolitische Grenzübertretung des "psychological breaking points" durch die Doppelbesteuerung der Dividendenpapiere führte zu einer legalen und illegalen Steuerausweichung, die eindeutig dem Grossaktionär (Schachtelbesitz) zufiel. Die kompensatorisch eingeführten Steuervergünstigungen zwecks innerbetrieblicher Kapitalbildung, deren Einkommensverteilungseffekt auf die Börse unter (2) beschrieben wurde, trugen durch die Umkehr des Massgeblichkeitsprinzips der Handelsbilanz für die Steuerbilanz zur Einschränkung der Aussagefähigkeit des aktienrechtlichen Jahresabschlusses und zu einer wachsenden Unsicherheit bei börsenmässigen Bewertungsfragen - ausser bei Grossaktionären - bei.

(4) Zwischen Notenbankpolitik und Börsenkurs war binnenwirtschaftlich kein eindeutiger Zusammenhang festzustellen. Dieser Tatbestand ist durch veränderte volkswirtschaftliche Voraussetzungen erklärbar, aber vor allem als ein Ausdruck dessen zu verstehen, dass nicht der Arbitragevorteil der Effektivverzinsung fakultativer Anlageformen die Grundlage der börsenmässigen Bewertung war, sondern - vor allem zu Beginn des Berichtszeitraumes - der reale Zinsertrag. Aussenwirtschaftlich

wirkte sich die Notenbankpolitik erst nach der Liberalisierung des Kapitalverkehrs durch Schaffung eines Zinsgefälles zum Ausland aus.

Bei der unternehmensgebundenen Analyse der Aktienkurse haben sich die Vermutungen verdichtet, dass die Wirkungen eines geänderten wirtschaftlichen Anteilscharakters der Aktie - substitutive Verschiebungen von betriebswirtschaftlichem Ertragswert und Substanzwert - hinter unterschiedlichen rechtlichen Anteilscharakteren nach der Höhe der Beteiligung (Façonwerte) und deren Auswirkungen auf die Börse zurückstehen mussten.

Nachdem in der vorangegangenen Untersuchung schon zeitweilig auf die besondere Stellung der Grossaktionäre bei der Börsenkursbildung hingewiesen worden war, ergab es sich zwangsläufig, die unmittelbaren (Kapitalisierung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen) und mittelbaren Vorteile (zusätzliche wirtschaftliche Verfügungsmacht ohne adäquate Eigentumsbasis) der Grossaktionäre zu analysieren und eine qualitative und quantitative Identifikation in der Praxis zu finden. Das ist gelungen.

Dabei hat sich gezeigt, dass dem Grossaktionär kraft seiner Stellung Mittel an die Hand gegeben waren, seinen Einfluss auf eine Gesellschaft unter dem Börsenpreis weiter auszuweiten mit dem endgültigen Ziel, die Vergünstigungen des Umwandlungssteuergesetzes für sich in Anspruch nehmen zu können. Kurstreibende Mitläuferspekulationen setzten meist erst dann ein, wenn es galt, die letzten Spitzenanteile einer für die Umwandlung nach dem Handelsrecht notwendigen 75 prozentigen Majorität zuzukaufen.

Verzeichnis der Tabellen

		Seite
Tabelle 1:	Gegenüberstellung von Stoppkursen und Börsenkursen	8
Tabelle 2:	Deutsche-Mark-Erlöse aus in Aktien investierten Reichsmark-Beträgen	10
Tabelle 3:	Entwicklung von Zahl und Kapital der Aktiengesellschaften in der BRD	36
Tabelle 4:	Neugründungen und Auflösungen von Aktiengesellschaften mit auf DM umgestelltem Nominalkapital in dem Zeitraum von 1950 - 1959	37
Tabelle 5:	Der Anteil der Aktiengesellschaften an den gesamtwirtschaftlichen Investitionen	41
Tabelle 6:	Der Anteil der erfassten Aktiengesellschaften an den volkswirtschaftlichen Abschreibungen	45
Tabelle 7:	Abschreibungen in Prozenten der Investitionen	48
Tabelle 8:	Prozentualer Anteil der Umsätze der erfassten Aktiengesellschaften am volkswirtschaftlichen Gesamtumsatz und am Industrieumsatz	51
Tabelle 9:	Vierteljährliche Nominalwertumsätze im Monatsdurchschnitt in der amtlichen Börsenzeit	67
Tabelle 10:	Börsenkotiertes Nominalkapital von 1953 - 1960	70
Tabelle 11:	Die Stückelung der Aktien (Stand Juni 1959)	72
Tabelle 12:	Die Nettoersparnis der Bundesrepublik Deutschland von 1950 - 1959 nach Sektoren	105
Tabelle 13:	Die sektoralen Finanzierungssalden für die Zeit von 1950 - 1959	108
Tabelle 14:	Steuerersparnis für Grossaktionäre durch Thesaurierung der Gewinne	130
Tabelle 15:	Die Bezüge der Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften	166
Tabelle 16:	Die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften	167
Tabelle 17:	Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften	171
Tabelle 18:	Die Beteiligungen der Aktiengesellschaften untereinander nach iuristisch unterschiedlich qualifizierenden Anteilssätzen	175
Tabelle 19:	Das Verhältnis von Dauerbesitz zu Streubesitz an dem um den Schachtelbesitz bereinigten Grundkapital deutscher Aktiengesellschaften	177
Tabelle 20:	Festgestellter Dauerbesitz des Auslandes	182

Verzeichnis der Graphiken

		Seite
Graphik 1:	Die Kursentwicklung in der Neubewertungsphase	16
Graphik 2:	Die Kursentwicklung in der Konsolidierungsphase	20
Graphik 3:	Der Absatz von Wertpapieren in der Zeit von 1950 - 1955	24
Graphik 4:	Die Kursentwicklung in der Spekulationsphase	26
Graphik 5:	Der Bruttoabsatz nach Wertpapierarten von 1955 - 1958	29
Graphik 6:	Börsenumsätze und Börsenkurse	68
Graphik 7:	Jährliche Ersparnis der einzelnen Sektoren	106
Graphik 8:	Finanzierung der Vermögensbildung der Unternehmen	109
Graphik 9:	Organisierter und nicht-organisierter Kapitalmarkt	111
Graphik 10:	Die Beteiligung der Aktiengesellschaften am Bruttowertpapierabsatz	112
Graphik 11:	Diskontsatz und Mindestreservenanforderungen von 1948 - 1959	148
Graphik 12:	Wertpapiertransaktionen mit dem Ausland	180

Literaturverzeichnis

Adler-Düring-Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, 3. Aufl., Stuttgart 1957.

Andreae, W., Geld- und Geldschöpfung, Stuttgart/Wien 1953.

Aufermann, E., Einkommensteuerbilanz und Verlustkompensation, in: Unternehmung und Steuer, 3. Folge, Heft 2, Köln 1959.

Arndt, H./Ollenburg, G., Begriff und Arten der Konzentration, in Konzentration I, a.a.O.

Axer, E., Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwertes, Berlin 1932.

Baehring, B., Stilwandel der Aktionärsversammlungen, in: Handelsblatt Nr. 82 v. 29.4.1960.

Ballerstedt, K., Die Verfassung der Aktiengesellschaft und der Organschaftsvertrag, in: Der Betrieb 1957.

Gesellschaftsrechtliche Probleme der Unternehmen konzentration, in: Konzentration II, a.a.O.

Bauer, H., Wirtschaftsstudien im Dienste der Banken, in: Wirtschaft und Recht, Zürich 1957/3.

Baumbach-Hefermehl, Kommentar zum Wechsel- und Scheckgesetz, 5. neub Auflage, München, Berlin 1957

Bayer, H., Wirtschaftsgestaltung, Berlin 1958.

Beckerath, E.von, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.

Beine, G., Die Reform des Depotstimmrechtes unter besondere Berücksichtigung der Kostenfragen, in: Die Aktiengesellschaft, 1959.

Bellinger, K., Die kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln 1956.

Berg, J., Illusion über Bezugskurse, in: Handelsblatt, Nr. 74 v. 15.4.1960.

Berndsen, R., Der Depotbesitz an deutschen Aktien, in: Wirtschaft und Statistik, 1959 und 1961.

Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften, in: Wirtschaft und Statistik, 1957, 1959, 1961.

Beuck, W., Kritik steuerlicher Bewertungsmethoden vom wissenschaftlichen Standpunkt, in: Schriften des Instituts der Wirtschaftsprüfer, Die Wirtschaft unter der Steuerpolitik, Düsseldorf 1954.

Biber, W., Die gegenwärtige Lage des Kapitalmarktes, Vortrag vor der Mitgliederversammlung des Verbandes der privaten Kreditinstitute in Bayern am 6.8.1951.

Blessing, K., Fragen der Währungspolitik, in: Beilage zu Das Wertpapier, 1961/1.

Blümlich-Falk, Einkommensteuergesetz, 7. Aufl., Berlin-Frankfurt 1955.

Böhm-Bawerk, E.v., Kapital und Kapitalzins, Positive Theorie des Kapitals, 4. Aufl., Jena 1921.

Boehm, F., Monopoly and Competition in Western Germany, in: Monopoly and Competition and their Regulation, edited by Edward H. Chamberlin, London 1954.

Bösch, H.J., Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt/Main 1959.

Boesebeck, Rechtliche und soziologische Betrachtungen zur Aktienrechtsreform, in: Der Volkswirt, 1954/38.

Bombach, G., Quantitative und monetäre Aspekte des Wirtschaftswachstums, Referat auf der wirtschaftswissenschaftlichen Tagung in Baden-Baden, 7.-10.10. 1958. unveröffentlichtes Manuskript.

Preisstabilität, wirtschaftliches Wachstum und Einkommensverteilung, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 1959/1.

Wirtschaftliche Voraussagen, in: Kyklos, Politische Oekonomie - heute, in honorem Edgar Salin, 1962/1.

Bornemann, F.O., Börsenzyklus - Zufall oder Regel? in: Die Welt Nr. 35 v. 13.6.1961.

Brack, W., Die Lage des deutschen Kapitalmarktes in der Gegenwart, Diss. Berlin 1959.

Bräuer, K., Probleme einer Finanz- und Steuerreform, Bd. I und II, Bad Wörishofen 1954.

Braun, W., Das Liquiditätsproblem der Grossbanken, Stuttgart 1934.

Braune, R., Die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertrages, Diss. Basel 1959.

Brehmer, E., Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948, Tübingen 1956.

Brestel, H., Erste Bilanz des Umwandlungsgesetzes, in: Die Aktiengesellschaft, 1960/3.

Brönner, H., Einfluss des Steuerrechtes auf die handelsrechtliche Bilanzierung, in: Das Wertpapier 1953.

Brooks, J., The Seven Fat Years, New York 1954.

Bucerius, G. Dolce Vita am Lago Maggiore, in: Die Zeit Nr. 50 v. 9.12.1960.

Bücke, W., Versuch einer Systematik der Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt, Diss. Frankfurt 1938.

Bühler, O., Steuerrecht der Gesellschaften und Konzerne, 2. Aufl., Berlin/Frankfurt 1953.

Steuerrecht, 3. Aufl., München 1958.

Bürgi, F.W., Das Problem des Minderheitenschutzes im schweizerischen Aktienrecht, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1956/7.

Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband des privaten Bankgewerbes, Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, Deutscher Industrie und Handelstag, Gesamtverband der Versicherungswirtschaft, Gemeinsame Denkschrift zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Köln-Bonn 1959.

Burnham, J., The Managerial Revolution, New York 1941, deutsch: Das Regime der Manager, Stuttgart 1949.

Burgess, W.R., Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten von Amerika, Jena 1928.

Czernic, P. Graf, Die Börse, Jena 1937.

Dannemann, W., Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Düsseldorf 1959.

Donner, O., Die Kursbildung am Aktienmarkt - Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten - in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft Nr. 36, Berlin 1934.

Dorner, R., Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt von der Währungsreform bis Ende 1956, Diss. München 1960.

Drage, K., Börsenwesen, in: Handwörterbuch des Kaufmanns (Hrsg. K. Bott), Hamburg-Berlin 1925.

Duesenberry, J.S., Income Saving and the Theory of Consumer Behavior, Cambridge Mass., 1949.

Eckardt, N., Das Depotstimmrecht nach dem Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, in: Das Wertpapier 1958.

Eckhardt, W., Das 9. Gesetz zur Aenderung des Umsatzsteuergesetzes, in: Der Betriebs-Berater, 1957/20.

Egger, J.G., Heutiger Kurs und innerer Wert der Aktien, Zürich 1932.

Erbe, R., Kursschwankungen und Konjunkturverlauf am amerikanischen Aktienmarkt, herausgegeben von der Privat-Kommerzbank AG, Zürich, o.J.

Esser, J., Funktionen und Auswirkungen der verschiedenen Abschreibungsmethoden im Blickpunkt der praktischen Betriebswirtschaft, in: Institut Finanzen und Steuern, Heft 47, Bonn 1957.

Die neue G- und V-Rechnung, in: Die Aktiengesellschaft, 1960/3.

Etzel, F., Wohin strebt die Steuerpolitik? in: Handelsblatt Nr. 308v. 31.12.1957.

Eucken, W., Unser Zeitalter der Misserfolge, 5 Vorträge zur Wirtschaftspolitik, Tübingen 1951.

Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 3. unv. Aufl., Tübingen-Zürich 1960.

Falck, R., DM-Eröffnungsbilanz und Kapitalneufestsetzung, 3. Auflage, Heidelberg 1949.

v.Falkenhausen, B., Die amerikanische Aktionärsdemokratie, in: Die Aktiengesellschaft, 1960.

Fechner, E., Die Treubindungen des Aktionärs, Bonner Habilitationsschrift, Weimar 1942.

Filburger, H., Die Schranken der Mehrheitsherrschaft im Aktienrecht, Berlin 1942.

Fischer, C.E., Rechtsschein und Wirklichkeit im Aktienrecht, in: Archiv für civilistische Praxis, Bd. 154 (1955).

Fischer, J., Die Kaufkraft des Geldes, Berlin 1916.

Flaskämper, P., Allgemeine Statistik, Leipzig 1944.

Flume Steuerwesen und Rechtsordnung, Göttingen 1952.

Föhl, C., Ueber die Möglichkeit einer Beeinflussung der Volksvermögensbildung und ihrer Verteilung, in: Finanzarchiv, NF. Bd. 19.

Forstmann, A., Geld und Kredit, Göttingen 1952.

Frank, V., Zur Problematik des Investmenttrusts, Diss. Basel 1961.

Freud, S., Massenpsychologie und Ich-Analyse, Wien 1921.

Frisch, R., On the Notion of Equilibrium and Disequilibrium, in: Review of Economic Studies, Vol. III, 1935-1936.

Fürst, G., Konzentration der Betriebe und Unternehmungen, in Konzentration I.

Geiler, K., Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechtes, in der Reihe Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen, Heft 6, 1927.

Gestrich, H., Kredit und Sparen, Bad Godesberg 1947.

Gierke, J. von, Handels- und Schiffahrtsrecht, Berlin 1958.

Gke Die Unternehmen und ihre Umsätze nach Umsatzsteuergrössenklassen, in: Wirtschaft und Statisti NF Jg. 10, 1958/3.

Gleitze, B., Wirtschafts- und Sozialstatistisches Handbuch, Köln 1960.

Godin-Wilhelmi, Aktiengesetz, Kommentar, 1. Aufl. 1937, 2. Aufl. 1950, Berlin.

Göppert, E., Die Selbstfinanzierung in der Schweiz, Diss. Basel 1959.

Göppert, H., Börse und Publikum, Berlin 1930.

Gottschalk, H., Die Lehren aus den Aktienskandalen der Nachkriegszeit, Frankfurt 1934.

Greiffenhagen, H., Vom Einfluss der Steuern auf die Unternehmensfinanzierung, Düsseldorf 1959.

Grosskommentar zum Aktiengesetz, hrsg: R. Fischer, Klug, W. Schmidt, Weipert unter Mitarbeit von Meyer-Landrut, 2. Aufl., Berlin 1957.

Grünig, F., Investieren und Sparen im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung (1953/4), hrsg. vom DIW Berlin.

Gübbels, B., Handbuch der steuerlichen Abschreibung, Köln 1956.

Gutenberg, E., Geschäftswert, in: Niklischs Handwörterbuch, 2. Aufl. (o.Oa) 1938.

Haberland, M., Zur Frage des gemeinen Wertes von unnotierten Anteilen, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung. 1936.

Haberler, G., Prosperität und Depression, deutsche Ausgabe, Tübingen Zürich 1955.

Haff, K., Institutionen des deutschen Privatrechtes, Stuttgart 1927.

Hagest, K., Selbstfinanzierung des Betriebes, Stuttgart 1952.

Hahn, L.A., Wirtschaftswissenschaft des gesunden Menschenverstandes. Fankfurt 1954.

Zahlungsbilanz und Kapitalexport, als Manuskript veröffentlichte, erweiterte Fassung eines Vortrages vor dem IFO-Institut für Wirtschaftsforschung vom 15.6.1959.

Geld und Kredit, Frankfurt/Main 1960.

Haller, H., Finanzpolitik, Tübingen-Zürich 1955.

Halm, G.N., Geld, Aussenhandel und Beschäftigung, München 1951.

Hansi, A., Wie kann der Kapitalmarkt gesunden, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.). Finanzierungsprobleme und Steuerpolitik, Berlin 1957.

Harrod, R.F., The Life of John Maynard Keynes, London 1951.

Häuser, K., Steuerliche Beeinflussung der Einkommen- und Vermögenskonzentration, in: Konzentration I, a.a.O.,

Haussmann, F., Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, Mannheim-Berlin 1928.

Hax, K., Die Behandlung von offenen und stillen Reserven, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957.

Hayek, F.A., The Road to Serfdom, London 1944.

Hedemann, J.W., Die Fortschritte des Zivilrechtes im 19. Jahrhundert, 2. Teil, Berlin 1910-1935.

Hintner, H., Wertpapierbörsen, in: Die Wirtschaftswissenschaften (Lieferung 20), Wiesbaden 1960.

Hirche, K., Das Experiment der Volksaktie, Köln 1961.

Hoffmann, F., Unternehmenskonzentration und die Rechtssprechung des BFH, in: Konzentration II.

Hoffmann, W., Handbuch für das gesamte Kreditwesen, 6. Aufl. Frankfurt 1960.

Hofmann, E.M., Wandlungen und Tendenzen in der Machtstellung und Zusammensetzung der Verwaltung privater Aktiengesellschaften, in: Veröffentlichungen der Handelshochschule St. Gallen, Reihe A, Heft 39, 1954.

Hornef, H., Der Geldbedarf des Kleinaktionärs bei Kapitalerhöhungen, in: Das Wertpapier, 1961/1.

Die Ertragskraft von Aktiengesellschaften, in: Das Wertpapier, 1961/5 und 5a.

Holtgrewe, K.G., Der Steuerwiderstand, in: Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Berlin 1954.

Hug, W., Zur Revision des schweizerischen Aktienrechtes, in: Veröffentlichungen der Handelshochschule St. Gallen, Reihe A, Heft 7, 1933.

Huscha, K., 6 Monate Kursstopp, in: Die Bankwirtschaft (1943)

Ihering, R. v., Lehrbuch des allgemeinen deutschen Privatrechtes, 5. Auflage, Leipzig 1916.

Jacob, F.R., Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel-Stuttgart 1959.

Jacobsson, P., Die Kontrolle über die Hausse, in: FAZ, Nr. 212 v. 24.8.1955.

Monetary Stability and Life Insurance, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 3 v. 11.1.1961.

Jecht, H., Ueber einige Entwicklungstendenzen und Probleme des westdeutschen Kapitalmarktes, in: Wirtschaftsfragen der freien Welt (zum 60. Geburtstag von BWM Erhard) Frankfurt 1957.

Der Problemkreis, Besteuerung und Wirtschaftspolitik in der deutschen finanzwissenschaftlichen Literatur, in: Finanzarchiv NF, Bd. 20, Heft 1.

Jevons, W.St., Die Theorie der politischen Oekonomie, deutsche Ausgabe, Jena 1924.

Jöhr, W.A., Die Konjunkturschwankungen II, Tübingen-Zürich 1952.

Sparen und Investieren als Teilströme des Einkommenskreislaufes, in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, 1954/3.

Die Konzentration als Problem der Theorie der Wirtschaftspolitik, in: Konzentration II, a.a.O.

Kaser, M., Römisches Recht als Gemeinschaftsordnung, Tübingen 1939.

Das römische Privatrecht, 1. Abschnitt, München 1955.

Kasten, H., Börsen, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Stuttgart-Tübingen-Göttingen 1959.

Katona, G., Psychological Analysis of Economic Behaviour. New York 1951.

Keynes, J.M., Ende des laissez faire - laissez aller, Berlin 1926.

A treatise on Money, Deutsche Ausgabe: Vom Gelde, München 1932.

The General Theory of Employment, Interest and Money, deutsche Ausgabe: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, München Leipzig 1936.

Klein, W., Was die Banken leisten konnten, in: ZfdgK (1956/1).

Kloesges, E., Die Steuerlawine, Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Berlin 1953.

Klug, U., Die Neuordnung des Bankenstimmrechtes, in: Festschrift für W. Schmidt, Berlin 1959.

Köhler, H.W., 2,5 Milliarden DM Montanaktien im Besitz von 500 000 Publikumsaktionären, in: Die Aktiengesellschaft, 1959/5.

König, H., Konzentration und Wachstum, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 115.

Kolbe, K., Gesamtwert und Geschäftswert der Unternehmung, Köln 1954.

Koppenberg, H.J., Vor dem Ende der Aktionärsvereine, in: FAZ Nr. 119, v. 21.5.1960.

Krák, M., Was zahlen die Gesellschaften ihren Vorständen und Aufsichtsräten? in: FAZ Nr. 85, v. 9.4.1960 und Nr. 66, v. 18.3.1961.

Kübel, J., Ist das Umwandlungsgesetz verfassungswidrig? in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 46, v. 24.2.1960.

Kühne-Wolff, Die Gesetzgebung über den Lastenausgleich, Bd. 1, Stuttgart-Köln 1955.

Küng, E., Der Interventionismus, volkswirtschaftliche Theorie der staatlichen Wirtschaftspolitik, Bern 1941.

Kuntze, W., Signalwirkungen der Einkommen- und Körperschaftssteuer, Berlin 1958.

Lampe, A., Die wirtschaftlichen Voraussetzungen der nichtfiskalischen Steuergestaltung, in: Beiträge zur Finanzwissenschaft, Bd. 1, Tübingen 1928.

Lansburg, A., Die Divinationsgabe der Börse, in: Die Bank (1910).

Lavington, F., The Trade Cycle. An Account of the Causes producing Rhythmical Changes in the Activity of Business. London 1922.

Le Bon, G., Psychologie des Foules, deutsche Ausgabe, Stuttgart-Botnang 1951.

Liefmann, R., Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 5. Aufl., Jena 1913.

Linhardt, H., Konzentration und Marktfinanzierung, in: Konzentration III., a.a.O.

Lipfert, H., Gefahren der Konzentration für den Streubesitz, in: Konzentration III, a.a.O.

Liske, K., Ist eine Kapitalerhöhung "teurer" als eine Anleihe? in: Das Wertpapier, 1959/II.

Lutz, B., Die Bewertungsprobleme des Konzerns, Diss. St. Gallen 1952.

Lutz, F.A., Geldpolitik und Wirtschaftsordnung, in: Ordo 1949.

Einwände gegen die Wettbewerbsordnung, in: Ordo 1953.

Mähler, K., Die Entwicklung der Willensbildung in deutschen Aktiengesellschaften in den letzten Jahrzehnten, Diss. Köln 1957.

Mahlberg, Bezugsrecht und Bilanzkurs, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, Jg. 14.

Mangoldt-Klein, Das Bonner Grundgesetz, 2. Aufl. 1957, Bd. I.

Marbach, F., Zur Frage der wirtschaftlichen Staatsintervention, Bern o.J. (1950).

Martell, H./Pohl, R., Die deutsche Zinsstruktur vor und nach dem zweiten Weltkriege, in: A Wissler, Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht, Berlin 1955.

Marx, K., Das Kapital, Berlin 1959.

Mauritz, H.W., Aktie, Einkommenssteuer und Privatvermögen, Diss. Köln 1958.

Meinhold, H., Westdeutsche Wirtschaftspolitik und Konzentration, in: Konzentration II, a.a.O.

Meinhold, W., Die Wirtschaftspolitik Westdeutschlands unter dem Gesichtspunkt der Wirtschaftsordnung, in: Wirtschaftssysteme des Westens, Basel Tübingen 1959 (Hrsg. R. Frei).

Meithner, K., Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930.

Mellerowicz, K., Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, Berlin 1926.

Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1953.

Betriebswirtschaftslehre der Industrie, Freiburg 1957.

Merkel, H.-G., Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955.

Mestmäcker, E.J., Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958.

Meyer, F.W./Gröner, H., Internationale Konzentration, in: Konzentration I, a.a.O.,

Meyer, G., Das Recht der Expropriation, Leipzig 1868.

Meyer, H., Organschaftsreform - ein Bumerang, in: Die Welt v. 17.10.61.

Miser, L.V., Kritik des Interventionismus, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsideologie der Gegenwart, Jena 1929.

Möhring, Ph., Die Ausübung des Stimmrechtes durch Kreditinstitute im Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Beiträge zur Aktienrechtsreform, Heidelberg 1959.

Müller-Armack, A., Die Wirtschaftsordnung sozial gesehen, in: Ordo 1948.

Muthesius, V., Kapitalbildung und Kapitalverwendung, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF Bd. 5, Berlin 1952.

Netter, O., Zur aktienrechtlichen Theorie des Unternehmens-an-sich, in: Festschrift für Pinner, 1932 (o.Oa.)

Neumark, F., Wo steht die Fiscal-Policy heute? in: Finanzarchiv NF Bd. 19, Heft 1.

Interventionistische und dirigistische Steuerpolitik, in: Wirtschaftsfragen der freien Welt, Festgabe zum 60. Geburtstag von Bundeswirtschaftsminister Erhard, Frankfurt 1957.

Niebuhr, B.G., Römische Geschichte, 2. Teil, 2. Ausgabe. Berlin 1830.

Nöll von der Nahmer, R., Der volkswirtschaftliche Kreditfonds, Berlin 1934.

Noch einmal: Steuerreform, in: Der Volkswirt, 11. Jg., Heft 51/52 v. 21.12.1957.

Obst-Hintner, Geld-Bank-und Börsenwesen, 34. Aufl., Stuttgart 1955.

Ortlieb, H.D., Der Mensch in der Wirtschaftsordnung, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 2. Jg. Tübingen 1957.

o.V. Die Erfahrungen mit dem Aktienkursstopp, in: Die deutsche Volkswirtschaft (1943), Seite 466ff.

Palyi, M., Notenbanken und Kreditbanken (Sonderdruck aus: Kapital und Kapitalismus), Berlin o.J.

Pareto, V., Manual d'Economie politique, Paris 1924.

Passow, R., Die Aktiengesellschaft, 2. erweiterte Aufl., Jena 1922.

Der Strukturwandel der Aktiengesellschaft, Jena 1930.

Pigou, A.C., Industrial Fluctuations, 2. Aufl., London 1929.

Planitz, H., Die Stimmrechtsaktie, Leipzig 1922.

Plückebaum-Malitzky, Umsatzsteuergesetz mit Kommentar, 6. Aufl., Berlin-Köln 1955.

Pohmer, D., Zur Frage der Wiedereinführung der umsatzsteuerlichen Organschaft und zum Problem der Unternehmereinheit juristischer Personen, in: Finanzarchiv, 1955/56, NF Bd. 16.

Steuerliche Beeinflussung der Unternehmungskonzentration, in: Konzentration II, a.a.O.

Popitz, J., Der wirtschaftende Mensch als Steuerzahler, in: Vierteljahreszeitschrift für Steuerrecht, 1930, 4. Jg.

Preiser, E., Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Göttingen 1957.

Pressedienst der SPD-Fraktion Nr. 299, v. 2.11.1960.

Prion, W., Die Kursbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., Berlin 1929.

Pritzkoleit, K., Das kommandierte Wunder, Wien-München-Basel 1959.

Radbruch, Rechtsphilosophie, 4. Aufl., Stuttgart 1950.

Rätsch, C.P., Untersuchungen zur Publizität der deutschen Aktiengesellschaft, Diss. Basel 1960.

Rasch, H., Deutsches Konzernrecht, 2. Aufl., Köln-Berlin 1955.

Gesellschaftsrechtliche Massnahmen im Konzernrecht, Gutachten für den 42. Deutschen Juristentag, Bd. I/3, Tübingen 1957.

Rathenau, W., Vom Aktienwesen, Berlin 1917.

Rau, H.G., Der Entwurf des Umwandlungssteuergesetzes, in: Der Betriebs-Berater, 1957.

Reinhardt, R., Aktienrecht und Eigentumsordnung, in: Festschrift für Walter Schmidt, (Hrsg. B. Samson) Berlin 1959.

Reiniger, W., Zur Reform der Vorschriften über Publizität, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaften, Diss. München 1957.

Reitlinger, A., Soziale Marktwirtschaft auf dem Prüfstand, Köln 1958.

Renner, Die Rechtsinstitute des Privatrechtes und ihre soziale Funktion, Tübingen 1929.

Rieckenberg, J./Martell, H., Zur konjunkturellen Situation, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 1955/3.

Rietz, H.L., Mathematical Statistics, New York 1922, deutsch: Mathematische Statistik, Leipzig 1930.

Ringleb, Auslandskapital und Aktienrechtsreform, in: Industriekurier Nr. 83, v. 30.5.1959.

Ritschl, H., Die grosse Steuerreform, Köln 1953.

Die Grundlagen der Wirtschaftsordnung, Tübingen 1954.

Die Organschaft im Umsatzsteuerrecht, in: Finanzarchiv 1955/56, NF. Bd. 16.

Rittershausen, H., Methoden der industriellen Fremdfinanzierung, in: Schmölders/Rittershausen, Investitionsfinanzierung, moderne Essen 1959.

Röhl, K., Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland nach der Währungsreform unter besonderer Berücksichtigung finanz- und kreditpolitischer Massnahmen, Diss. Kiel 1957.

Rudin, M., Möglichkeiten und Grenzen der Diskontpolitik, in: Aussenwirtschaft, 15. Jg. 1960/IV

Saage, G., Die stillen Reserven im Rahmen der aktienrechtlichen Pflichtprüfung, Köln/Opladen 1959.

Salin, E., Wirtschaft und Staat, Berlin 1932.

Der Durchstoss zum Kapitalmarkt in Westdeutschland, in: Basler Nachrichten, Nr. 215, v. 22.5.1952.

Westdeutsche Kreditpolitik im Schwebezustand, Basler Nachrichten Nr. 266, v. 26.6.1952.

Umstrittene Diskontpolitik in Westdeutschland, in: Basler Nachrichten Nr. 262, v. 24.6.1954.

Stand und Aufgaben der Konjunkturforschung, Einleitung zu Spiethoff, A., Die wirtschaftlichen Wechsellagen, Tübingen-Zürich 1955.

Chancen und Grenzen der Diskontpolitik in der Gegenwart, in: Mitteilungen der List-Gesellschaft Nr. 6. v. 15.10.1956.

Nachwort, in: W. Eucken, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 3. unv. Aufl., Tübingen-Zürich 1960.

Soziologische Aspekte der Konzentration, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF. Bd. 22, Berlin 1961.

Savigny, K.F.v., System des heutigen römischen Rechtes, Bd. I, Berlin 1840.

Schade, P./Degener, H., Umstrittene Börsenreform, in: Die Welt Nr. 306, v. 31.12.1960.

Schilling, G., Drei Jahre Umwandlungsgesetz, Diss. Köln 1937.

Schilling, W., Reform der Aktiengesellschaft, in: Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts, Teil I, Tübingen 1955.

Schlegelberger, Quassowski, Aktienrecht, 3. Aufl., Berlin 1939.

Schleyer, R., Uebertragende Umwandlung - verfassungs- und gesetzeswidrig? in: Neue Juristische Wochenzeitschrift 1960.

Schmalenbach, A., Die Aktiengesellschaft, Köln 1950.

Schmidt, F., Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1921.

Schmidt, K., Zum Problem der Zweckkollision in der modernen Steuerpolitik, in: Finanzarchiv NF, Bd. 19.

Schmölders, G., Geld und Kredit, Leipzig, 1938.

Die Notwendigkeit der organischen Steuerreform, in: Finanzarchiv, Bd. 14, 1953/54.

Die Politiker und die Währung, Frankfurt 1959.

Schmölders-Schröder-Seidenfus, J.M. Keynes als Psychologe, Berlin 1956.

Schmalz, W., Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Berlin 1950.

Schneider, E., Einführung in die Wirtschaftstheorie II, 6. verb. Aufl., Tübingen 1960.

Einführung in die Wirtschaftstheorie III, 6. verb. und erweiterte Aufl., Tübingen 1961.

Wirtschaftlichkeitsrechnung, 3. durchgesehene Aufl., Tübingen-Zürich 1961.

Schreiber, W., Vermögensbildung in breiten Schichten, Köln 1958.

Schrempf, C., Deutsche Aktienfavoriten, München 1960.

Schubert, A.A., Die Abstufungen des wirtschaftlichen Tauschwertes (gemeiner Wert) langfristiger Ertragsquellen, in: Zeitschrift für Handelswirtschaft und Handelspolitik, 1927.

Schütz, A., Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, in: Neue Betriebswirtschaft 1959.

Schumpeter, J.A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinne, Kapital, Kredit, Zins und Konjunkturzyklus, 2. neubearb. Aufl., München und Leipzig 1926.

Capitalism, Socialism and Democracy, New York 1942, deutsch: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2. Aufl., Bern 1950.

Schumpeter, J.A., Business Cycles, deutsch: Konjunkturzyklen, Bd. I und II, Göttingen 1961.

Schwantag, K., Aktiengesellschaft in wirtschaftlicher Hinsicht, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. I, Göttingen 1956.

Schwegler, Römische Geschichte, Bd. I, Tübingen 1853.

Sommerfeld, H., Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechtes, Stuttgart 1927.

Spengler, O., Der Untergang des Abendlandes, Bd. II, München 1924

Spiethoff, A., Die wirtschaftlichen Wechsellagen, Tübingen-Zürich 1955.

Stackelberg, H.v., Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl. Bern 1948.

Staudinger-Kober, Kommentar zum BGB, II. neubearbeitete Aufl., Berlin 1956.

Stoedter, Oeffentlich-rechtliche Entschädigung, Hamburg 1933.

Strathus, H., Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Problem seines Wiederaufbaus, in: Institut Finanzen und Steuern, Heft 16, Bonn 1953.

Strauss, W., Die Rechtsstellung des Aktionärs, in: Marburger Aussprache zur Aktienrechtsreform, Marburg 1959.

Die Aktienrechtsreform als ordnungspolitische Aufgabe, in: FAZ, Nr. 49, v. 27.2.1960.

Struck, E., Die Effektenbörse, Leipzig 1881.

Stucken, R., Deutsche Geld und Kreditpolitik 1914-1953, 2. Aufl., Tübingen 1953.

Stützel, W., Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Konzentration II, a.a.O.

Teuber, H.J., Konservative, spekulative und wuchsaktien, Diss. Köln 1958.

Troeger/Neumark, Zur grossen Steuerreform, 2 Vorträge, Hamburg 1953.

Tuchtfeldt, E., Das Instrumentarium der Wirtschaftspolitik, Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 2. Jg. Tübingen 1957.

Valenthin, W., Die Stimmrechtsausübung durch Banken (Sogenanntes Depotstimmrecht), in: Die Aktiengesellschaft 1959.

Veith, H.J./Veith, G., Kommentar zur Dividendenabgabeverordnung, München/Berlin 1941.

Veit, O., Die Verantwortung der Notenbank, in: Weltwirtschaftliches Archiv Nr. 68, 1952/Bd. I.

Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, Frankfurt 1957.

Der Wandel der Zentralbankpolitik und seine Folgen für die Kreditwirtschaft, Einleitungsvortrag zur 10. Internationalen Banking Summer School Garmisch 16.9.1957, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 97, v. 20.9.1957.

Vickrey, W., Agenda for Progressive Taxation, New York 1947.

Wall, F., Falsch verstandenes Massgeblichkeitsprinzip, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1954.

Wallich, H.C., The mainsprings of the German Revival, in der Uebersetzung von Karl Lanz, Triebkräfte des deutschen Wiederaufstiegs, Frankfurt/Main 1955.

Wanner, H., Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, Diss. München 1956.

Weber, A., Geld, Banken, Börsen, 5. Aufl., München 1957.

Wolken am Konjunkturhimmel, München 1958.

Weber, M., Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924.

Windscheid-Kipp, Lehrbuch des Pandektenrechtes, 9. Aufl., Frankfurt 1906.

Winter, H., Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, Köln 1960.

Wissler, A., Die richtige Theorie für die empirische Konjunkturforschung, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsordnung, 1954/1.

Das Zinsproblem in theoretisch-empirischer Sicht. Berlin 1955.

Wolkersdorf, L., Zur Frage der Vermögensbildung in breiten Schichten, in: Finanzarchiv NF. Bd. 20, Heft 1.

Würdinger, H., Sind auf dem Gebiete des Konzernrechtes gesetzgeberische Massnahmen gesellschaftsrechtlicher Art erforderlich? Referat auf dem 42. Deutschen Juristentag, Tübingen 1957.

Wund, W., System der Philosophie, 4. Aufl., 1. Bd., Leipzig 1919.

Zwoll, J.H. van, Mindestreserven als Mittel der Geld- und Kreditpolitik, Berlin 1954.

Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank
Basler Nachrichten
Blick durch die Wirtschaft
Börsenberichte der Hansabank
Börsen- und Wirtschaftshandbuch der Frankfurter Zeitung
Das Börsenbild (Norddeutsche Bank AG)
Das Börsenbild (Deutsche Bank AG)
Das Handelsblatt
Das Wertpapier
Der Betriebsberater
Der Spiegel
Der Volkswirt
Die Aktiengesellschaft
Die Schweizerische Aktiengesellschaft
Die Welt
Die Zeit
Frankfurter Allgemeine Zeitung
Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank
Industriekurier
Juristische Zeitung
Monatsberichte der Deutschen Bundesbank
Neue Betriebswirtschaft
Neue Juristische Wochenzeitschrift
Statistische Jahrbücher für die Bundesrepublik Deutschland
Stuttgarter Zeitung
Wirtschaftliche Mitteilungen der Deutschen Bank AG
Wirtschaft und Recht
Wirtschaft und Statistik
Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung.

Abkürzungen

a.a.O.	am angegebenen Ort
AcP	Archiv für civilistische Praxis
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BB	Der Betriebsberater
BDL	Bank deutscher Länder
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl	Bundesgesetzblatt
BRD	Bundesrepublik Deutschland
Diss.	Dissertation
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DB	Deutsche Bundesbank
DM-EBG	Deutsche Mark Eröffnungsbilanzgesetz
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KStGDV	Durchführungsverordnung zum Körperschaftsteuergesetz
Mil.Reg.	Militärregierung
NF	Neue Folge
o.J.	ohne Jahreszahlangabe
o.Oa.	ohne Ortsangabe
Ref.Entw.	Referentenentwurf zur Einführung eines Aktiengesetzes
Reg.Entw.	Regierungsentwurf zur Einführung eines Aktiengesetzes
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
vgl.	vergleiche
VBL	Verordnungsblatt
WiGBl	Wirtschaftsgesetzblatt
WiSta	Wirtschaft und Statistik
ZfdgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
Zfhw.F.	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung.

Curriculum vitae

Ich, Jan Johann Albert Julius Schmidt, wurde am 3. Aug. 1931 als Sohn des Kaufmanns Albert Schmidt und seiner Ehefrau Anni, geb. Stieper in Itzehoe/Holstein geboren. Ich bin derzeit wohnhaft in Itzehoe/Holstein, Lerchenfeld 11.

Nach dem Schulbesuch der Kaiser-Karl Schule in Itzehoe, der mit dem Abschluß eines Zeugnisses der Reife am 26. Febr. 1952 beendet wurde, begann ich mein Studium an der Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg i.Br. Das Studium wurde unterbrochen durch eine Ausbildung an der Schleswig-Holsteinischen Westbank mit dem Ziel einer bankkaufmännischen Gehilfenprüfung. Diese wurde abgelegt am 27. Sept. 1958 mit der Gesamtnote "gut".

Erst danach habe ich meine Studien an der Universität Hamburg wieder aufgenommen und habe mich im Sommersemester 1960 an der Universität Basel immatrikuliert. Unter der Anleitung von Herrn Professor Salin habe ich hier mit der Anfertigung meiner Dissertation begonnen und promovierte am 17. Juli 1962 mit der Note "insigni cum laude".

Meine wissenschaftliche Ausbildung habe ich an den drei genannten Universitäten bei folgenden Dozenten erhalten, wofür ich ihnen an dieser Stelle für ihr wohlwollendes Interesse meinen Dank aussprechen möchte:

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i.Br.:

Professor Koberstein	(Betriebswirtschaft)
Professor von Cämmerer	(Bürgerliches Recht)
Professor Hensel	(Theoretische Volkswirtschaft)
Professor Wilken	(Statistik)
Professor Schmidt	(Finanzwissenschaft)
Professor Lohmann	(Finanzw. der Unternehmung)

Universität Hamburg:

Professor Ritschl	(Finanzwissenschaft)
Professor Schiller	(Außenhandelstheorie)
Professor Capelle	(Bürgerliches Recht)
Professor Bolle	(Verkehrspolitik)
Professor Stöwe	(Statistik)
Professor Seischab	(Finanztheorie)
Professor von Mühlenfels	(Statistik)

Universität Basel:

Professor Imboden	(Staats- u. Verwaltungsrecht)
Professor Spiro	(Obligationenrecht)
Professor Salin	(Praktische Volkswirtschaft)
Professor Bombach	(Theoretische Volkswirtschaft)
Professor Guth	(Statistik)
Professor Kunz	(Psychologie)

Es ist mir ein echtes Bedürfnis, an dieser Stelle Herrn Professor Salin, auf dessen Anregung und unter Leitung meine Dissertation entstanden ist, meinen herzlichen Dank für seine Mithilfe auszusprechen, die ausschließlich ein Gelingen meiner Arbeit verbürgte. Darüber hinaus gilt mein besonderer Dank den Herren Professoren Bombach und Guth und all meinen Freunden an der Basler Universität, die sich immer wieder bereitfanden, in Diskussionen mir die gestellte Aufgabe zu erleichtern.

Z.Z. bin ich mit dem Neuaufbau einer Brotfabrik in Itzehoe/Holstein im Auftrage meines Vaters beschäftigt.

Itzehoe/Holstein, im Juli 1964